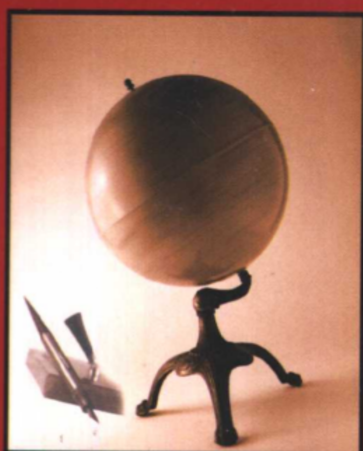
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特经典投资案例

投资者操作手册



学会分析和应用
投资大师的投资技巧

[英] 理查德·西蒙斯 著
孙大威 译



中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特经典投资案例：

投资者操作手册

理查德·西蒙斯 著
孙大威 译

中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Copyright © Richard Simmons 1999.
This translation of Buffett Step - By - Step First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited. Chinese language copyright © 2002 by China Financial & Economic Publishing House. All rights reserved.
本书中文版由培生教育出版集团授权中国财政经济出版社出版，未经出版者书面许可，不得以任何方式复制、抄袭本书的任何部分。

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特经典投资案例：投资者操作手册/(英)西蒙斯著；孙大威译.—北京：中国财政经济出版社，2002.5
书名原文：Buflett Step by Step：An Investors Workbook
ISBN 7-5005-5692-6

Ⅰ.巴… Ⅱ.①西…②孙… Ⅲ.投资-案例-手册 Ⅳ.F830.59-62

中国版本图书馆CIP数据核字(2002)第021091号
著作权合同登记号：图字01-2001-3193

中国财政经济出版社出版
URL：http://www.cfeph.com
E-mail：cfeph@drc.gov.cn
(版权所有 翻印必究)
社址：北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码：100036
发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436
北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销
787×1092毫米 16开 12.25印张 165000字
2003年1月第1版 2003年1月北京第1次印刷
定价：20.00元
ISBN 7-5005-5692-6/F·5009
(图书出现印装问题，本社负责调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第一部分 预 备

本书的使用指南……………………………………………………………（3）

第二部分 背 景

第一章 沃伦·巴菲特的故事 ……………………………………………（7）
巴菲特合伙公司……………………………………………………………（8）
查理·曼格 …………………………………………………………………（9）
投资心理学…………………………………………………………………（9）
钱是干什么的? ……………………………………………………………（10）
第二章 伯克夏·哈萨维公司的故事 ……………………………………（11）
公司历史……………………………………………………………………（11）
财务杠杆的魔力……………………………………………………………（17）
它的价值是多少呢? ………………………………………………………（19）
第三章 几位智者及其对巴菲特的影响…………………………………（20）
本·格雷罕姆——用五十美分买一美元 …………………………………（20）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利浦·费雪——行业分析法 …… (23)
对内在价值的重新诠释 …… (24)
迈克尔·波特——类似法 …… (25)
其他投资方式——相反的理论 …… (26)
巴菲特的成长阶段 …… (28)

第三部分 如何投资

第四章 注重价值——三个有关价值的问题 …… (31)
三个问题 …… (32)
第五章 信息来源 …… (36)
观察力 …… (36)
公开信息 …… (37)
主要价值点 …… (37)
其他办法 …… (39)
第六章 运用知识和直觉 …… (41)
了解自己的极限 …… (41)
……同时运用自己的力量 …… (42)
运用直观感受 …… (43)
第七章 商誉 …… (45)
别人的钱——资本来源 …… (46)
不同的收益 …… (48)
税收与通货膨胀 …… (49)
债券性质的股票 …… (50)
第八章 资本配置 …… (51)
分散化投资和兼并 …… (51)
股息和留存盈利 …… (52)
举债政策 …… (53)
第九章 股本收益率 …… (55)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何计算股本收益率……（57）
其他形式的企业……（58）
第十章 IP:增量收益原理……（60）
增量收益原则方法的适用范围……（62）
第十一章 估算价值……（63）
贴现率……（64）
内在价值……（64）
安全边际……（65）
什么时候卖出……（67）

第四部分 案例分析

第十二章 美国运通公司……（71）
公司背景……（71）
信息来源……（75）
检验你的理解力的问题……（77）
财务分析……（78）
巴菲特做了什么……（82）
后来发生了什么……（83）
第十三章 可口可乐公司……（86）
公司背景……（86）
信息来源……（89）
检验你的理解力的问题……（91）
财务分析……（92）
巴菲特做了什么……（99）
后来发生了什么……（100）
第十四章 政府雇员保险公司……（105）
公司背景……（105）
信息来源……（108）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检验你的理解力的问题……（109）
财务分析……（111）
巴菲特做了什么……（114）
第十五章 吉列公司……（122）
公司背景……（122）
信息来源……（124）
检验你的理解力的问题……（125）
财务分析……（127）
资本来源……（131）
巴菲特做了什么……（133）
后来发生了什么……（135）
第十六章 迪斯尼公司……（141）
公司背景……（141）
信息来源……（149）
检验你的理解力的问题……（150）
财务分析……（151）
后来发生了什么……（155）
第十七章 华盛顿邮报公司……（157）
公司背景……（157）
信息来源……（160）
检验你的理解力的问题……（163）
财务分析……（164）
巴菲特做了什么……（167）
后来发生了什么……（167）
第十八章 富国银行……（170）
公司背景……（171）
信息的来源……（173）
检验你的理解力的问题……（174）
财务分析……（175）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特做了什么 …… (179)
后来发生了什么 …… (180)
练习题答案 …… (185)
第十二章：美国运通公司 …… (185)
第十三章：可口可乐公司 …… (185)
第十四章：政府雇员保险公司 …… (186)
第十五章：吉列公司 …… (186)
第十六章：迪斯尼公司 …… (187)
第十七章：华盛顿邮报公司 …… (187)
第十八章：富国银行 …… (188)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

预　　备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的使用指南

本书的结构

本书有两个目标:一是阐述一些投资技巧的理论基础并证实其合理性,二是展现当今最成功的投资家如何发展这些投资技巧并在实践中加以运用。当你读完此书,你就能够在自己的投资决策中运用这些技巧。

本书的第一部分讲述了伯克夏·哈萨维公司及其大股东沃伦·巴菲特的故事,重点是巴菲特的投资决策。其后是对著名投资家投资策略的概述,他们对巴菲特形成自己的投资理念有着重要的影响。第二部分分析了巴菲特投资理念的理论基础。这一部分对***熟悉度、内在价值和安全边际***等三个概念进行了探讨。在这一过程中,通过对现代公司财务核心原则的仔细分析,我们发现了它对投资决策来说远远不够。

其后是本书最重要的部分。详尽的案例分析提供了所有可用的公共信息,巴菲特的投资决策同样是以这些信息为基础。对这些信息进行分析后,再运用本书前面几部分阐释的投资技巧对每一个公司进行商业评价。每一案例均以“投资成本是多少”和“后来发生了什么”两章作为结束。案例之后是一系列的习题,用以考察你对案例的学习成果和运用能力。

> 当你读完此书,你就能够在自己的投资决策中运用这些技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用案例研究

书中的每一个案例均在不同程度上对本书前面阐述和发展的技术进行了验证。其中大部分分析是很容易理解的。虽然其中有部分较为细致的解释,要求熟悉公司的账目情况,但大部分的分析是非技术性、并且循序渐进的。

做习题

每个案例的结尾均有一些问题,以检验你对本章的分析要点和各项数据的运用能力。书末有参考答案,在软盘上还有更多的问题。请记住,没有绝对正确的答案——理解得越深入,你的答案就越复杂。

运用学到的技术

使用本书的最好方法是尽量将你的所学运用到实际或预期的投资决策中。特别是,你应该针对下述问题提供一个令自己满意的答案:

- 我了解人们为什么从这家公司购买产品吗?
- 这家公司能够在长期内提高该产品的价格和销售量吗?
- 管理层胜任吗? 是否诚实? 擅于分配资本吗?
- 新增股权的中期可持续收益是多少?
- 这家公司的价值是多少?
- 这家公司的价值和股价之间存在诱人的差异吗?

记住:没有人强迫你投资。如果你无法回答这些问题,那么请放弃机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

背 景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

沃伦·巴菲特的故事

1930 年 8 月，沃伦·爱德华·巴菲特出生在内布拉斯加州奥马哈市。他的父亲是一位议员，同时也是一位股票经纪人，看起来年轻的沃伦正是在父亲的经纪行里对股票产生了兴趣，并且继承了父亲的些许保守的性情。虽然他直到 11 岁才第一次购买股票，但他早已是一位资深的商业人士。1936 年的一次家庭聚会上，他将 6 支装的可口可乐分开进行出售，赚取了一笔利润。当然，可口可乐在后面仍然起到了重要作用（每支可乐的利润是五美分，而今天他在可口可乐股票上的投资利润是——120 亿美元），不过令人惊奇的是，他如此频繁地重现往日的成功情景：十几岁时他每天送近 500 份的华盛顿邮报（他赚了 5000 美元，那时他才 16 岁），以及在 60 年代买卖运通公司和迪斯尼公司的股票，这些是他早期的成功事例，并且在 90 年代取得了更长期的成功。

在宾州沃顿学院作短暂停留后，巴菲特便转到哥伦比亚商学院，命运安排他从师于本杰明·格雷罕姆。格雷罕姆对年轻的巴菲特的决定性影响将在第三章描述。巴菲特在他父亲的经纪行里工作了几年后才加入格雷罕姆自己的共同基金，位于华

在对个股的看法上，巴菲特与格雷罕姆时有偏差，早期巴菲特总是竭力地模仿格雷罕姆，随后却取代了他的导师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔街的格雷罕姆—纽曼公司。在对个股的看法上,巴菲特与格雷罕姆时有偏差,早期巴菲特总是竭力地模仿格雷罕姆,随后却取代了他的导师。到 1956 年的前六年时间里,他将 1 万美元变成了 14 万美元,远远超过了格雷罕姆—纽曼公司和股票市场的平均收益。从那个时期他购买的股票看,巴菲特本质上仍然是追随格雷罕姆的理念。他经常购买一些按净资产或净流动资产计算是折价的公司股票,但是在当时公司信息披露极为有限的环境下,他会更致力于获取那些必需的信息。格雷罕姆本人在 1956 年退休,指定年仅 26 岁的巴菲特作为他的衣钵传人。格雷罕姆—纽曼公司解散后,巴菲特回家在奥玛哈市创立了他自己的投资公司。

巴菲特合伙公司

巴菲特的声誉,他对数字的特殊才能,天生的记忆力,以及他的自信很快就为他吸引到资本。亲戚、格雷罕姆的追随者、邻居、大学的老朋友和当地的专业人士都对这位年轻的投资家充满信心。那个时代的投资公司和现在的有几点不同。首先,投资者将他们的资本盲目地投给公司——只有巴菲特知道买了什么股票、卖了什么股票;其次,利润分配时最优先的是合伙人收益,通常是 4% 的年收益率,然后才能用于弥补公司的支出。剩余部分的盈利再按合伙人 75%、巴菲特 25% 的比例进行分配。所以,收益下降的组合或者收益增长缓慢的组合都可能导致巴菲特一无所获。

> 巴菲特的声誉,他对数字的特殊才能,天生的记忆力,以及他的自信很快就为他吸引到资本。亲戚、格雷罕姆的追随者、邻居、大学的老朋友和当地的专业人士都对这位年轻的投资家充满信心。

在开始的几年里,巴菲特合伙公司基本上是奉行古典的格雷罕姆投资技术,以低价购买资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理·曼格

曼格是巴菲特合伙公司的副总裁，同时也是伯克夏·哈萨维公司的合伙人。他还是孩子的时候就在奥马哈市沃伦父亲的杂货店里工作，我敢肯定他过去与巴菲特的联系一定影响了巴菲特。当曼格和巴菲特成年后重逢的时候，曼格刚刚成立了自己的法律事务所，他和巴菲特一样，渴望成为富翁。曼格认为巴菲特的"缤纷的投资"与法律相比，是一条更有保证的富裕之路，所以他在 1962 年成立了自己的投资有限公司。在随后的八年我们有机会作一比较，曼格的投资公司不仅跑赢了股指，他还打败了巴菲特。这两个人发现他们有很多共通之处，而且越来越多地为同一个投资项目互相竞争。到 20 世纪 70 年代，他们的合作逐渐加深，最终合并组成了代表共同利益的伯克夏公司。

在长达 40 年的时间里，曼格一直是巴菲特的忠实伙伴，他们彼此尊重，而这种尊重很少有外来者可以拥有。但是，曼格与巴菲特的个性迥异。从各种报道看，他不仅和巴菲特一样非常单纯，还更加开放；据说，他对待钱财也更为随意，尤其是对慈善事业（虽然巴菲特也被认为是一位慷慨的匿名慈善家）。具有代表意义的是，曼格任总裁的伯克夏控股 80% 的威斯科（Wesco）公司分派股利时，伯克夏却没有。

曼格为巴菲特带来的最大转变是劝说巴菲特放弃了古典格雷罕姆的投资技术。第三章有这方面内容。

投资心理学

在他的职业生涯中——从在家乡经营的公司到各种投资业务，巴菲特经常重返他的根源。本书的第四部分讨论了七个案例，从其中的六个案例中可以发现这位投资家与过去在私人和金融方面的联系。他很保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

守，但是他充分利用了这一点。当投资机会来临时，他从来不会感情用事，而总是根据以往的经验、熟悉程度和知识来判断。所以，作为一个投资家，他最最突出的特点是他的自律：他从来不会不懂装懂，比如科技股；他总是尽可能地增加对自己能力范围所及的公司的了解程度；除非确信这一价格相对于内在价值有足够的折价(safe discount)，否则他绝不会投资。很多投资家由于个性的原因，或多或少在这三方面品尝到了失败的苦果——例如，对折价太少的股票投资；或者当股价下跌时进行恐慌性抛售。如果你能让自己视投资为你一生的事业，你的每一个决策对未来的影响都会持续很多年，那么你就应该更理性、更慎重地决策。这就引出一个更重要的问题。

当投资机会来临时，他从来不会感情用事，而总是根据以往的经验、熟悉程度和知识来判断。所以，作为一个投资家，他最最突出的特点是他的自律：他从来不会不懂装懂，比如科技股；他总是尽可能地增加对自己能力范围所及的公司的了解程度；除非确信这一价格相对于内在价值有足够的折价(safe discount)，否则他绝不会投资。

钱是干什么的？

虽然巴菲特是世界上最富裕的人之一，他的生活却十分节俭。他至今仍居住在40年前购买的一套住宅里，总是在同一家餐厅吃饭。由于30年来伯克夏公司从未分发过股利，而且巴菲特也从未出售过他持有的股权，而且估计永远不会，所以他的财富中有99%是以无法花费的形式存在(由于受曼格的影响，伯克夏也将其很小一部分收益赠送给慈善机构)。他的生活支出来源于不高的薪水和私人存款。当他去世后，他的家庭将只能获得很少的遗产，大部分财产用于慈善事业。然而，这样做的主要目的是为了保证伯克夏仍然维持正常运转。

我个人认为，这是因为巴菲特有想从一穷二白成为世界上最富裕的人的野心。让他高兴的是，这包括了个人的节俭和对自己信念的坚持。

大部分人都拥有一些非物质化的梦想。我希望你能够将你的投资收益用于实现这些梦想，而不是仅仅为了投资而投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

伯克夏·哈萨维公司的故事

公司历史

虽然伯克夏是当代最值钱的公司之一，但它的公司前身却是十九世纪马萨储塞州的棉花厂。伯克夏厂和哈萨维厂的业务一直持续到二十世纪，为了应对日益激烈的竞争，他们于1955年宣布合并。然而，成本削减计划未能实现预期的利润目标，截止1964年，合并后营业额合计为5.3亿美元，累计亏损1010万美元。那时，它的资产负债表如表2－1：

表2－1

单位：百万美元			
现金	0.9	债务	2.5
应收账款和存货	19.1	应付款项	3.2
不动产，厂房和设备	7.8	所有者权益	22.1

此时该公司有110万流通股，每股账面净资产为19美元。

巴菲特合伙公司从1962年开始以每股8美元的价格购买该公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，这是格雷罕姆法则的典型例证；流动资产减去负债后计算得出每股13美分，安全边际为38%（你将在第十一章学到计算方法）。随着巴菲特购买股票数量的增多，他越来越沉迷于这家公司。1965年，巴菲特终于以其持有49%的股份当选为该公司的董事。据报告，这次投资的平均成本为每股15美元，根据格雷罕姆的“净流动资本”原则是溢价的，但相对于其账面价格仍有高达21%的折价率。看来这次投资真正吸引巴菲特的是可以通过缩减投资和压缩流动资产达到投资于更有利可图的领域的目的。事实证明了这一点，1965年和1966年对于纺织行业来说，是难得的好年头，但是管理层提出的再投资建议几乎全部被该公司的这位新任董事否决了。随着营业利润和流动资产清算产生的现金越来越多，巴菲特开始考虑他的投资计划。

看来这次投资真正吸引巴菲特的是可以通过缩减投资和压缩流动资产达到投资于更有利可图的领域的目的。

第一项收购，从某种意义上说也是最重要的一项收购，是一家保险公司。虽然政府雇员保险公司（GEICO）的案例在保险行业有更详尽的资料，但是在这里仍然值得介绍一下的是为什么保险行业对巴菲特具有如此的吸引力。大部分保险公司的收入来源于两方面。首先，保险公司通过向客户提供某种风险的保护而获得保险费收入。除去向客户实际支付的保险金和营业费用以外，剩下的是你拥有的承保利润。实际上许多保险公司的承保利润是负值，更多的是依赖于第二个利润来源：在保险费收入和保险金偿付期间，将现金进行投资获得利润。伯克夏·哈萨维的保险子公司在以下三方面充分利用了这些优势：

1. 他们通过努力的工作获得了承保利润。国民赔偿（national indemnity）公司是伯克夏·哈萨维公司的第一个收购对象，这家公司的业务以非正常风险见长。与此类似，今天伯克夏公司最庞大的一项业务就是巨灾风险再保险（catastrophic reinsurance risk），即向一些希望转嫁地震、台风等巨灾风险的小保险公司提供再保险。伯克夏拥有对这类风险的准确定价能力，它具有选择的权力（只有当他认为可以获得承保利润的时候他才会对其承保），庞大的规模以及因此具有的承担巨额保单的超人实力，都保证了它的利润率。相比之下，政府雇员保险公司则提供较为普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的汽车保险，但是它努力成为该行业中成本最低的保险公司，这使得它在价格竞争中占尽先机，从而保证了利润。

2. 在伯克夏的保险公司擅长的众多领域中，承保和赔付之间有很长的时间间隔。相对于它发行保单的保费收入，伯克夏拥有异常巨大的“浮存(float)”，所谓“浮存”资金是指保险公司持有的可用于自营投资的，但预计将来要付出的资金。1967年伯克夏的新保险公司拥有的浮存资金达到1700万美元。通过几次收购和兼并，以及几次重大的组织成长，到30年后，浮存资金的数量达到了75亿美元。

所谓“浮存”资金是指保险公司持有的可用于自营投资的，但预计将来要付出的资金。

3. 由于它的保险公司总能获得承保利润，所以伯克夏拥有的浮存资金实质上相当于保单持有人提供的无息贷款。保险业务活动最显著的成果就是运用浮存资金获得的巨额投资收益。当人们一想到伯克夏，就会联想到它杰出的投资——吉列，可口可乐，迪斯尼。但是，如果没有保险业务提供的资金，这些投资都不可能存在。

伯克夏为收购国民赔偿公司支付了860万美元。由于伯克夏从1967年起从未支付派发过红利，所以留存收益成为伯克夏的又一重要资金来源。运用这些累积利润和浮存资金，伯克夏收购了整个集团中的其他公司，包括著名的伊利诺伊国民银行(信托)(Illinois national bank &trust)和奥马哈市的太阳报。

1970年，巴菲特合伙公司解散了，其合伙人可以获得购买伯克夏·哈萨维公司或另外一项投资，即多样化零售公司(diversified retailing)股票的选择权，或者选择现金。巴菲特决定在伯克夏公司中继续自己的事业，最终获得了29%的股份和主席的职位。在1973年至1974年的股灾期间，巴菲特以每股40美元的价格购买了更多的股份，而此时伯克夏的账面价值为每股70美元，折价率为40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-2 1970 年各董事在伯克夏公司的股份一览表

姓名	拥有的股份	投票权(%)
沃伦·巴菲特	478232	39.7
苏珊·巴菲特	37007	3.1
迈克姆·切斯	14239	1.1
查理斯．曼格	18790	1.6

注:苏珊·巴菲特是沃伦·巴菲特的妻子;他们俩的股份可能有重复计算。迈克姆·切斯属于最初控制伯克夏的家族。

伯克夏的经营所得和浮存资金主要投资于以下三个方面:

普通股投资

通过股票市场(除少数例外情况,主要是纽约股票交易所)公司逐渐拥有了数量极其可观的大公司股份。虽然很多股份进进出出,这主要是一些广告机构和出版商,70 年代和 80 年代购买的大部分股票一直持有至今。

表 2-3 伯克夏·哈萨维公司 20 世纪 70～80 年代所购主要股票

股 票	首次购买的年份	成本(百万美元)	1997 年 12 月的市值(百万美元)
美国运通	1991	1393	4414
可口可乐	1988	1299	13338
迪斯尼公司	1977	381	2135
Freddie Mac	1988	329	2683
吉列	1989	600	4821
华盛顿邮报	1973	11	841
富国银行	1989	413	2271

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除Freddie Mac以外，对以上各个股票的投资都有案例说明，对Freddie Mac投资的主要特点实际上在富国银行和美国运通公司的案例中已经得到了有效的说明。华盛顿邮报的股权是在1973—1974年股灾时以低价买入的。巴菲特对传媒行业一直是情有独钟，传媒业的佼佼者实际上充当着特定读者群体看门人的角色；如果你是一个广告商，你希望能够将广告展现给某一特定城镇的特定读者，而华盛顿邮报是这里最主要的报纸，你没有太多选择，只能付钱在华盛顿邮报上作广告。迪斯尼公司虽然以其动画电影和主题公园名扬于世，但当它和一家电视制作和播音公司——大都会公司(capital cities)即美国广播公司(ABC)合并后，就成为了伯克夏公司的投资对象。大都会公司以其杰出的管理而闻名，同时几乎垄断了广告商梦寐以求的广告渠道，这次他又得到了电视台和全国性的传播网络。同华盛顿邮报一样，富国银行的股票也是在市盈率极低的情况下买入的。虽然巴菲特并不偏爱银行，但是富国银行的成本很低，与其同行业相比拥有竞争优势，而且其股价的折价和华盛顿邮报一样非常吸引人。现在全资所有的政府雇员保险公司有着同样的故事。美国运通公司是另外一家金融服务公司，它在某些领域拥有绝对优势，从而形成了强大的进入壁垒。最后是两家消费品公司，可口可乐公司和吉列公司，他们是各自行业中的领头羊，在国际市场上有着巨大的成长潜力。

与通用再保险公司(General Re)合并

伯克夏最近刚刚同意与通用再保险公司合并。这是迄今为止该公司最大的一起收购，为了完成这场收购伯克夏公司需增发27.72万股新股，增发率达到22%。通用再保险公司主营再保险业务，我们大可推断，这又能追溯到伯克夏以往的投资领域。通用再保险公司组建于1921年，其设在全世界的61家分支机构每年获得的保费收入共计达到65亿美元。由于其综合比率通常为100，所以我们可以将它的价值确定为其现金、投资、债权和优先股的价值之和——即245亿美元。由于伯克夏为本次兼并发行了27.72万新股，而巴菲特坚信任何投资决不能入不敷出，所以我们可以推断巴菲特并不认为当时伯克夏的股票价值会超过每股88400美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。进一步来看，如果伯克夏当时的实际价值是每股46000美元(详见下文)，那么伯克夏的老股东们确实从本次交易捞到了大便宜。

全资所有子公司

除了购买上市公司的少数股份以外，伯克夏还买入一些公司90%—100%的股份。通常这些公司是从家族持有人手中购入的，但政府雇员保险公司(GEICO)和飞行安全(Flightsafety)公司例外，这两家都曾经公开上市发行，是部分上市公司。除此之外，伯克夏买入了很多小型私募企业。虽然这些公司不像保险行业那样重要，但是这些全资子公司却是极有意义的利润创造者，1997年它们的全部净收入达到2.52亿美元。

流动性

如果不买股票，伯克夏·哈萨维公司和其他投资者一样持有现金和国债以充分利用闲置资金的流动性。有时候它还借入资金，***特别是当它并不需要借款的时候。*** 通过这种方式，它不仅获得了最优惠的借款条件，而且可以保证在机不可失时有足够的资本。然而，它的全部债务额还是一直维持在较低的水平。巴菲特对债务天生厌恶，他从来不相信有任何的额外收益值得去承担更多的风险。在80年代后期，伯克夏决定投资于一篮子的可转换优先股。当时所罗门兄弟公司和美国航空证券公司借此大出噱头。而巴菲特非常中肯地证明了它的安全边际理论不单单可以用于股票，还能应用于各种证券。吉列公司的案例对他在这方面的投资决策作了充分的描述。

如果不买股票，伯克夏·哈萨维公司和其他投资者一样持有现金和国债以充分利用闲置资金的流动性。有时候它还借入资金，特别是当它并不需要借款的时候。通过这种方式，它不仅获得了最优惠的借款条件，而且可以保证在机不可失时有足够的资本。

伯克夏还时不时地投资于一些更刺激的行业，比如套利、白银买卖以及石油产品的衍生工具。虽然本书没有涉及这些决策，但是我们知道巴菲特仍然是依照着相同的流程，即安全边际的方法，来评估投资的可行性和投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务杠杆的魔力

我们已经了解过保险公司的浮存资金为伯克夏带来的巨大利益。另一项同等重要的资本来源是递延税款。巴菲特敏锐地洞察到对投资者来说，真正重要的是税后收益。令人满意的是，巴菲特最钟情的长期投资模式正好可以最大限度地减少公司的税收成本。举例说明，让我们对两个投资者作一比较，他们都用100美元进行投资。A投资者买入某家公司的股票后，这家公司的股票没有红利，其股价按每年10%的速度上涨。这样在20年后，A投资者出售股票时需支付35%的资本利得税。他剩余的现金是1099美元。B投资者每年用100美元买入一种股票，然后按10%的溢价卖出。即使是不考虑代理成本的话（而且代理成本通常很高），B投资者每年都需要支付35%的税，20年后，他的现金仅有643美元。A投资者的年收益率是12%，而B投资者仅有9.8%。如果你的资本增长率和伯克夏一样的话，这一差异会更显著。正如从保险公司获得的浮存资金是伯克夏得到的无息贷款一样，通过递延税款，这一次得到的是政府的无息贷款；1997年其递延税款累计达到104亿美元。只要公司按照这种模式经营下去，它就可以借用保险浮存资金和递延税款进行投资为自己创造利润。

> 巴菲特最钟情的长期投资模式正好可以最大限度地减少公司的税收成本。

分析该问题的另一方法是研究如果没有浮存资金和递延税款，对伯克夏有怎样的影响。例如，1996年的股东权益为234亿美元，需要再增加约143亿美元的投资才能支持相同的资产规模，即股东权益增加为377亿美元。过去32年间，伯克夏的每股账面价值按年均23.8%的速度上升，1996年总资产规模为434亿美元。如果其他条件不变的话，234亿股东权益要实现23.8%的增长率，则1997年的资产规模必须增加56亿美元。但是，在没有浮存资金和递延税款的前提下，相同的资产增长速度，为377亿美元的股东权益带来的增长率仅为14.9%。见表2-4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4　　有无浮存资金与递延税款资产负债状况对比

伯克夏公司 1996 年的资产负债表　　（单位：十亿美元）

		浮存资金和递延税款	14.3
		其他负债	5.7
总资产	43.4	股东权益	23.4
预期一年后			
		浮存资金和递延税款	14.3
		其他负债	5.7
总资产	49.0	股东权益	29.0
资产增长率	12.9%	股东权益增长率	23.8%

没有浮存资金和递延税款的伯克夏公司的资产负债表

		浮存资金和递延税款	0
		其他负债	5.7
总资产	43.4	股东权益	37.7
预期一年后			
		浮存资金和递延税款	0
		其他负债	5.7
总资产	49.0	股东权益	43.3
资产增长率	12.9%	股东权益增长率	14.9%

所以，伯克夏公司股票价值的增长有三个基本要素。首要的一点是，保险行业和收购的全资子公司能够产生现金——它们是资本主义世界运行的永动仪。第二点，这些现金可以长期的成功运用于股票市场，投资于全资拥有的子公司或者其他证券。前两项是推动伯克夏公司股票账面价值不断上升的主要动力。最后，伯克夏的股价相对于账面价值的巨额溢价也是股票市场对其非同寻常的增长表现的奖赏。从 1962 年起，其股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一直保持着28.7%的年增长率，使巴菲特的权益增加到了340亿美元。但是，如果没有资本杠杆的作用，那么账面价值和股价的增长率可能只有15%，则巴菲特的权益最多只能达到6.35亿美元——很可能根本就没有人知道沃伦·巴菲特其人了。

它的价值是多少呢?

虽然伯克夏的账面价值增长很快，如果再考虑其发行的股份数——从1965年以来仅增长了8%，那么其账面价值的增长率更为惊人，但是，一直到与通用再保险公司的合并，伯克夏市场价值的增长远远超过了其账面价值的增长。正如前面所述，1973—1974年股灾后，伯克夏的股价相对于账面出现了折价。从1983年以后股价扶摇直上，出现了溢价。在1998年初，其股价达到了每股70000美元（c. $70000 per share），溢价175%。在第十一章我们将主要讨论如何计算内在价值。伯克夏公司自己的内在价值比任何其他公司都更难判断，因为他的大部分收益来源于不定期的、不可预期的资本利得。然而，这里提供一种简单的分析方法。1997年所有全资子公司的税后收益合计为6.27亿美元，包括2.98亿美元的承保利润。如果这些公司被卖掉后以其独立的资格上市，那么他们的价值大约是120亿美元。公司剩余的投资减去负债后价值约为450亿美元，合计570亿美元。如果我们假设长期负债，浮存资金和递延税款实际上都是免费资金的话（只要公司的业务发展平稳，这些资金就不用偿还，可以维持现有的流量），那么每股的内在价值为46000美元。当然，由于格雷罕姆、曼格和巴菲特等各位先生都一再强调只能投资于相对于内在价值高度折价的股票，这使得伯克夏·哈萨维公司股票按现在的价格并不是一个理想的投资对象。

虽然伯克夏的账面价值增长很快，如果再考虑其发行的股份数——从1965年以来仅增长了8%，那么其账面价值的增长率更为惊人，但是，伯克夏市场价值的增长远远超过了其账面价值的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

几位智者及其对巴菲特的影响

巴菲特曾经说过，他的投资策略有85%来源于格雷罕姆，15%来源于费雪。虽然这一明显谦逊的说法忽略了他自己的主要贡献，但是我们将会看到格雷罕姆和费雪，以及本章涉及到的其他智者，确实为巴菲特的成功奠定了理论基础。

本·格雷罕姆——用五十美分买一美元

巴菲特的父亲本身就是证券业的从业人员，虽然他们父子二人的关系很亲密，但是，毫无疑问的是，格雷罕姆对巴菲特的思想发展才是至关重要的。

1894年格雷罕姆出生于伦敦，在纽约长大。他和巴菲特有一些共通之处——早熟的智者，天生的理财能手，以及才华洋溢的教师。然而，格雷罕姆才是领路人。他在第一次世界大战之前便开始在华尔街工作，那时的证券市场处于起步阶段，除了铁路等公共设施外，很少有其他主体发行股票。债券主宰了整个证券市场，而人们都认为股票过于投机，鲜有问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律。公开上市的公司很少披露公共信息，但是格雷罕姆与生俱来的才能，使得他能收集到足够的数据，特别是那些被人遗忘的报送给监管机构的报告。他特别重视资产负债表，可以说是我们现在所谓证券分析的开拓者。一个典型的投资对象是一家公共设施公司，其收益勉勉强强，红利很少或根本就没有，但是却拥有值钱的现金和证券组合。由于其收益率较低，再加上信息缺乏，通常这种公司的股份会远低于其组合的价值。格雷罕姆形容他的作用是两部分完成的。首先，他通过辛勤的研究工作，找出这样的公司，计算出公司的***内在价值***。然后在保证***安全边际***的前提下以折价买入公司股票；第二步，他或者是等待市场重新认识到公司的内在价值，或者直接劝说公司管理层，通过出售投资组合、提高股东分红等方法来增加股东权益。当股价上升到内在价值甚至超出内在价值时，他就抛出股票。

公开上市的公司很少披露公共信息，但是格雷罕姆与生俱来的才能，使得他能收集到足够的数据，特别是那些被人遗忘的报送给监管机构的报告。他特别重视资产负债表，可以说是我们现在所谓证券分析的开拓者。

到 1923 年，格雷罕姆已名声大振，朋友、熟人和亲戚都把他们的钱交给他来投资。他和别人合伙成立了格雷罕姆—纽曼公司，直到 1956 年退休一直是以此为生。他经历了 1929 年股灾及随后的大萧条，见识了市场的风云变幻。格雷罕姆—纽曼公司不仅坚持按照前述的原则在低估的情况下进行投资，它也进行套利活动、投资于第八章所述（破产股）的股票、避险基金以及在其他一些特殊的情况下投资。格雷罕姆的专长发展成寻找按低于其净流动资本——即流动资产（现金、股票、应收账款和其他证券投资）减去全部负债——的价格出售的公司。

然而，却是教师这一职业为格雷罕姆创造了最历久不衰的声誉。作为证券分析的先驱，他总是非常慷慨地倾囊相授。他长年在哥伦比亚大学讲课（巴菲特之所以加入哥伦比亚大学正是为了师从格雷罕姆），还与人合著了两本经典的投资学课本：***《证券分析》***和***《聪明的投资人》***。早期在格雷罕姆的公司工作时，巴菲特痴迷于老师的数量分析方法——证券要么满足净流动资本和其他要求，要么不满足是可以理解的。后来，他逐渐发展出自己的方法，但巴菲特始终坚信格雷罕姆的核心思想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本·格雷罕姆的核心思想

内在价值和安全边际

投资人的工作就是估计某种证券的真实或客观价值，而且只能为该证券支付远远低于这一价值的价钱。这个简单的表述中包含了以下几项规则：

- 只有在获得了充足的信息，进而能够合理估计内在价值时才能投资；
- 只有在满足安全边际的前提下才能投资；
- 只有当你准备好了等待市场认识到证券的内在价值时才能投资。

成功的投资来源于聪明的评估和耐心。

市场波动

格雷罕姆是这样区分投资者和投机者的。投机者总是试图预计短期的价格波动，并据此进行买卖。今天这一类人包括技术分析者(他们完全依赖于历史价格信息的各种图表)，动量投资者(他们相信现在上涨的股票以后会持续上涨)以及避险基金经理(他们总是试图对市场变动进行重新评估)。而投资者总是基于对业务真实价值的信心进行投资，并等待该价值的实现。

格雷罕姆认为像他这样的投资者比投机者占尽先机。在《聪明的投资人》中格雷罕姆打一个非常有名的比喻，向大家引荐了***市场先生***。市场先生是你的业务伙伴。他每天会公布一个股价，代表他愿意以该价格买入你持有的股份或者向你卖出他持有的股份。但是他是个躁郁性精神病患者。有些时候他挂牌的价格会高于股票的真实价值，有时候他又认为公司业务进入危机，而公布一个低于真实价值的价格。这些挂牌价影响了业务的真实价值

> 市场先生是你的业务伙伴。他每天会公布一个股价，代表他愿意以该价格买入你持有的股份或者向你卖出他持有的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？当然没有。与此类似的，股价变动自身无法向我们提供任何有关真实价值的信息。当然，有些时候部分投资者可能获得了相关的信息，而我们却没有。但是，在大多数情况下，市价的波动只是反映了市场先生的情绪波动。实际上，格雷罕姆把市场先生看作是我们的朋友，因为正是这些非理性的市场波动为我们提供了依据内在价值低买高卖股票的机会。而且，只要保证股价和内在价值之间存在足够的安全边际，我们完全可以花费一段时间等待市场(或市场先生)的溢价。

菲利浦·费雪——行业分析法

如果说格雷罕姆解决了投资学的一个基本问题的话——即怎样理性地投资——那么他同时又引发了另外一个同等重要的问题：你该如何估计内在价值？必须指出的是，在他那个时期，评估内在价值要容易得多，当然，这样说绝对没有贬低格雷罕姆成就的意思。因为在本世纪早期，股票还不是很流行，所以要找到一个按低于其净流动资本的价值进行交易的股票并不难。这些就是巴菲特所说的“烟屁股”，曾经风光过一阵的公司在经历过艰难时世后变得连连亏损。伯克夏·哈萨维公司也曾经是其中的一员。部分是因为格雷罕姆的言传身教及其追随者的实践，使这样的投资机会逐渐枯竭了。

因为在本世纪早期，股票还不是很流行，所以要找到一个按低于其净流动资本的价值进行交易的股票并不难。这些就是巴菲特所说的“烟屁股”，曾经风光过一阵的公司在经历过艰难时世后变得连连亏损。

菲利浦·费雪在完全不同的方面找到了价值。1928 年他在旧金山银行任证券分析师，从 1931 年开始他在加州建立了自己的投资公司，主要是购买那些业务具有长期成长性的公司股票；比如，20 多年里他个人最大的投资对象是摩托罗拉公司。他把私募公司投资方面的常识运用于公开市场。他实践的很多原则与巴菲特具有相似之处。在第五章我们会更详细地介绍如何运用“谣言”或者说公司信息。这里是费雪的另外一些核心思想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利浦·费雪的核心理念

投资者的工作就是要预测具有长期成长性的公司，并据此进行投资。遵循以下原则：

- 只投资于你熟悉的行业；
- 透彻研究你感兴趣的公司，它的竞争者、供应商和顾客，最好是面对面地研究；
- 寻找管理水平出众的公司。

费雪在很多书中阐述了上述原则，比如著名的《普通股和不普通的利润》和《发扬一种投资哲学》等书。他最杰出的贡献是促使了投资者对基本面的关注。他强烈反对过于多样化和有效市场理论，我们将在下文作简要论述。

费雪和巴菲特在以下两方面截然不同。费雪沉迷于高科技行业的公司。通过充分的研究和分析，他（正确地）预见到像电子、化学和机械等行业的投资潜力。巴菲特却离这些投资对象远远的——不仅是由于这些领域超出了他的能力范围，也因为它们的资本收益率通常很低。更深入地说，费雪很少考虑价格。当他决定付高价时，他通常相信真正具有成长性的公司是值得这一溢价的。这与经典的格雷罕姆法则大相径庭。

对内在价值的重新诠释

在查理·曼格的帮助下，巴菲特融合了格雷罕姆和费雪有关内在价值的概念。巴菲特将任何投资的内在价值定义为其未来现金流的折现值。它把格雷罕姆的“烟屁股”理论（即可实现的投资收益是资产减去所有负债的清算价值的函数）与费雪的股票成长理论（即投资收益来源于未来产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生的利润)紧紧联系在一起。巴菲特和曼格意识到后者的不确定性较大,他们通过两种方法来规避风险。最重要的是,他们继续应用安全边际的理念:要评估可口可乐公司未来现金流可能比计算它的清算价值要难得多,但是只要你的买价远低于你估计的价值,那么你仍然很安全。同样的,被投资公司的管理层不仅要胜任,还要诚实,它能够实现未来现金流的最大化,并能将富余的资金转化为有利可图的投资或者直接返还给股东。

迈克尔·波特——类似法

我们发现巴菲特偏好于投资一些拥有经营特许权的公司。这在他对西尔斯糖果公司和许多报业集团的积极投资得到了充分证明。当然,他对这方面的纯经济研究没有太大的兴趣,对现在的分析师花费大量时间对利率周期、大盘走势以及对其他宏观变量进行预测不屑一顾。与此相反,微观经济现象引起了他浓厚的兴趣。虽然他通常很少干预被投资公司的管理,但他对我们所谓的"关键价值驱动因子"却是惊人的熟悉,他的年报里充实着大量的诸如野牛新闻报的新闻密度(即新闻在全部版面的占比)或者内布拉斯加家具广场的每平米销售额等数据。

从策略层面来看,巴菲特偏好的公司通常都具有共同的特征,这些特征是迈克尔·波特认为与长期成功相联系的特征。波特是哈佛商学院的一名教授,他因其系列著作中有关活力和常识(在经济学中极少同时出现的两个字眼)的观点闻名于世。特别是在《竞争战略》中,他提供了一整套分析行业和竞争者的分析框架。他认为以下五个要素决定了行业的竞争状况:

- 新进入者的威胁;
- 客户的相对力量;
- 替代其他产品的能力;
- 供应商的相对力量;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 现有竞争者的敌对状况。

巴菲特经常被那些按上述标准来说评分较好的公司所吸引。例如，一家在小镇里占据主导地位的报纸，它能够阻碍新进入者(小镇里根本容纳不了两家报纸)，其地位使它较易对读者讨价还价(提高封面的价格和广告率)，没有直接的替代品(在美国这种电视网络和全国性报业极为发达的国家来说，这一点可能不太适合)，很容易与供应商讨价还价(纸质供应和分销都商品化了)，而且没有其他的本地报纸与其竞争。我认为，前述五个要素中关于进入壁垒的第一条最经常影响巴菲特的决定——他的很多巨额投资对象都能以某种形式阻碍新对手进入其所在的行业，或者是迫使新进入者只能赚取平均收益率。

前述五个要素中关于进入壁垒的第一条最经常影响巴菲特的决定——他的很多巨额投资对象都能以某种形式阻碍新对手进入其所在的行业，或者是迫使新进入者只能赚取平均收益率。

波特还阐述了能够在竞争中取得优势的三项战略：

• 成本领先；
• 差异化；
• 集中于核心业务。

伯克夏公司最主要的保险子公司，政府雇员保险公司多年来一直在同业中保持着成本领先地位。吉列公司因其卓越的品牌和新产品开发能力使其区别于其他同业竞争者。内布拉斯加家具广场一直集中精力在既定的地理范围内出售某几种产品。实际上，几乎所有伯克夏公司的投资对象都带有以上三种特征之一。无论是拥有独特的品牌，还是成本最低，伯克夏公司的投资对象都有效地阻止竞争者的进入。

其他投资方式——相反的理论

下面我们将简要阐述其他的投资方式，及其与巴菲特理念的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易商和共同基金

慈善家、投机家和避险基金经理的投资理念可能和巴菲特的完全不同。他认为他们实际上是赌徒而不是投资者。令人惊奇的是，在过去三十年里，理论研究者一直很支持这些人的投资方式。近期一直占据主导地位的有效市场学说认为，所有与公司有关的信息和预期均已完全反映在市场价格中。因此，除非拥有内部信息，否则任何人都不可能赢过市场。这一理论促使投资者有的分析历史数据以寻找"隐含"的价格模型，有的则尽可能地分散投资以期模拟市场。对业余投资者按后一种方式投资巴菲特并没有太多的反对意见，事实上近期他也购买了一些指数基金。但是对专业投资者，他始终坚持他的投资原则，最重要的是投资安全边际和令人满意的公司经济背景，只有这样才能保证获得超过市场的收益水平。

资本市场理论和经济价值增加值(EVA)

理论研究者和证券分析师总是热衷于运用那些带有科学基础的投资理论，他们开发出一整套有关不同风险类别的理论和数据。他们认为投资者面临着市场风险和公司的特有风险，在任何情况下均应关注这些风险的大小。公司的特有风险来源于该公司股价变化相对于市场变动的差异。利用这些衡量指标和公司的负债度，可以计算出公司的真实资本成本。例如，某一股票的价格相对于市场波动得越厉害，它的风险就越大，投资者在买入股票时就必须要求越高的折现率。在实际操作中，股价的历史数据并不能提供有关公司的信息。如果我们认同投资安全边际，我们应该非常欢迎股价波动度，因为它向我们提供了更多的以低价投资的机会。别忘了***市场先生***。

在实际操作中，股价的历史数据并不能提供有关公司的信息。如果我们认同投资安全边际，我们应该非常欢迎股价波动度，因为它向我们提供了更多的以低价投资的机会。

斯丹·斯图加特和麦肯锡等咨询公司发展了经济价值增加值(economic value added)和经济利润模型，他们试着将资本成本理论应用于投资实践中。我们在第三章中将会看到，巴菲特对股本收益率非常重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而他对建立一种精确的资本成本衡量指标并不太关心。事实上,经济价值增加值的最主要理念是市场价值增加值(market value added),这实际上是股价溢价的衡量指标,而巴菲特式的投资者却把评估公司的内在价值与股价或股价历史行情区别开来。

巴菲特的成长阶段

我们已经看到,巴菲特最初是通过对资产负债表折现来计算公司的内在价值。当其他投资者接受这种方法后,所有的投资者都会认为公司按高于账面价值的价格交易是非常合理的,据此进行投资就很难了。巴菲特和曼格努力寻找其他的方法,他们发现对某些公司来说,未来的现金流是比资产的清算价值更为持久的价值来源。

本章中的许多重要理念遍布巴菲特的职业生涯。无论你是投资股票、债券还是收购公司,你都必须清楚地认识到它的真实价值或内在价值。内在价值是投资返还的未来现金流折现值。这一现值可能低到等于其净资产的账面价值(有时甚至更低),对前景良好的公司来说可能远远高于净资产价值,你的工作就是要估计这一价值。但是同样重要的是,只有当买价低到有较高的安全边际时,才能投资。经过一段时间后,市场可能就会反映出它的真实价值。即使市场没有反映出这一真实价值,投资后获得的现金流价值也会超过你当初的买价。

> *内在价值是投资返还的未来现金流折现值。*

事实上,要预测未来的现金流何等困难。接下来,我们将阐述在实践中*如何评估内在价值和可以支付的价格*。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

如何投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

注重价值——三个有关价值的问题

在计算企业内在价值之前，我们必须对企业的未来现金流有所了解。作为商业的逻辑起点，利润可能是企业现金的主要来源(以后我们可以看到，利润也可以划分为许多种)。为什么在同一个行业里有些企业在相同的时期内赚得比别的企业多呢?

创立一家企业并不难。要开办一个小企业，利用积蓄、贷款或商业信用就够了。甚至那些在市场中已经占有一席之地的大企业对财务健全的新生企业和谋求分立的企业都很感兴趣。不过，有些企业的利润能够稳定增长并常年给予股东很高的回报而有些则做不到。运用巴菲特的观点，再不时借鉴迈克尔·波特的理论，我们可以看出个究竟。考虑一下企业的账面价值——厂房、流动资金和变现能力。美国运通公司拥有85亿美元的账面资产并创造出19亿美元的利润。为什么通用电气或一家大的银行无法与之匹配从而用同样的投入获得相同的回报呢?毕竟22.4%的投资回报率是投资于美国国债的三倍。当然，美国运通公司也面临着竞争者，但它们根本无法与运通相提并论。答案在于运通公司采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取了一种其竞争者或潜在竞争者很难模仿的提高价值的方法。这种附加值的提高是如何实现的呢？如果你正在寻找实现利润最大化目标的企业，那你必须首先回答以下三个有关价值的问题。

三个问题

1. 企业是否给客户提供了价值

企业利润是其投入成本（包括资本）与其生产出的产品销售价格之间的差价。因此，如果企业可以长期保持比竞争对手低的生产成本或比竞争对手高的销售价格，则可以实现企业利润的最大化。实际上，保持低成本绝非易事。当所有商店都准备五折销售时，就会出现六折的卖家。如果你在墨西哥建厂，你的竞争对手就会在秘鲁建厂。少数几家企业可以长期保持成本竞争优势，但大多数行业里在这方面没有领头羊。

保持利润持续增长的更可靠的办法是向客户提供他们认为有价值而别人又提供不了的东西。这是一个与传统理念不同却又相关的概念。人们在夏日炎炎的日子里会更需要冰激凌并愿意以远高于成本的价格购买。但是竞争（遍布四周的商店和冰激凌推车）或未来竞争威胁（如果卖冰激凌的利润很高，很多人就会买推车加入这一行列）的存在将把价格压低。所以在很多行业里，尽管产品本身很吸引人，但却没有人愿意付高价。因此，我们可以借鉴一下波特关于生产者与消费者的关系以及击退潜在竞争者的手段。

企业利润是其投入成本（包括资本）与其生产出的产品销售价格之间的差价。因此，如果企业可以长期保持比竞争对手低的生产成本或比竞争对手高的销售价格，则可以实现企业利润的最大化。

波　的　费

当以下情况发生时，企业可能对消费者具有支配权：

- 竞争性产品很少；
- 没有任何一个消费者能对其交易构成威胁；
- 企业提供的产品只占消费者购买的很小一部分；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 企业的产品与其竞争者的产品存在差异；
- 消费者更换供应商的成本很高。

巴菲特目前最主要的几项投资基本上都符合上述条件。吉列和可口可乐公司可以算作是以大众消费者为客户的企业，他们的产品只占到消费者购买的很小一部分。总之（不考虑批发商），消费者由于过于分散而无法联合起来压低价格，而且这两家公司的产品也不同于他们的竞争者（如百事可乐）和其他替代品（如水、桔汁等）。

波特的进入障碍理论

现在企业已经拥有了对消费者具有吸引力而且愿意付高价的产品，那是什么原因阻止了进入者压低价格差异的呢?

- 如果行业里存在明显的规模经济，竞争者要达到市场既得者的成本标准是非常冒险和浪费的；
- 建立一个品牌和消费者的忠诚需要时间和金钱；
- 需要大量先期投入的行业，如汽车制造业，会吓退那些资本较少而依赖高息贷款的竞争者；
- 转换生产线需要付出成本，这种成本可能是实际的（如销售新品牌冰激凌的零售商需要购买新的冰柜）或心理上的（如果消费者喜欢原有冰激凌的口味，说服他们品尝新品牌可能不太容易）；
- 经销商可能与原有供应商关系密切，企业需要重新建立分销渠道；
- 专业技术、专利或排他性的供应协议很难打破或模仿；
- 对市场准入有管制或需注册（如在传媒业）。

你可能会因此而得出结论：理想的企业应该是垄断企业，如电力供应商或路桥建筑商，但实际上这些实体受到政府的严厉监管，因此他们的实际盈利水平很低而且在定价时受到很多的限制。

行业背景

在夕阳产业里赚钱也是可能的——尽管需求不断减少，烟草行业的利润常年来还是稳步增长（客户忠诚度和烟瘾非常强烈，以致他们可以通过提价来盈利），但在朝阳产业里挣钱则更加容易。费雪把管理者区分为既幸运又有能力的和因为有能力而幸运的两种。前者之所以幸运是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们恰好处在朝阳行业，竞争较少而且存在很大的进入障碍；后者则完全依赖于管理者自己的智慧。对管理的考虑带我们进入第二个问题的讨论。

2. 管理为企业增加价值了吗?

在作出投资决策前，有两个特别重要的问题需要回答——企业领导层是否胜任而且是否诚实。

胜任问题是任何企业中当然的核心问题。在这里我们要寻找企业在长期获得的与其对手相比可持续的竞争优势和现任管理者加强这种优势的证据。企业区别于其他企业而成功获利的主要因素应该得到明确发展和巩固，同时还要考虑成本。管理层是否努力保持或获得成本领先优势？那些放任成本上升并让许多“特殊”成本合理化的企业经理很少优于能够自觉设计降低成本流程的经理。你可能还会关注企业及其竞争对手的市场份额、销售增长趋势、新产品开发、边际利润率、投入产出比以及股本收益率。这些指标的长期表现如何？新管理层上台后有些什么变化？巴菲特相信经理最重要的任务是合理分配资金（下文将解释原因），而这是历史记录的一个重要方面。

管理层是否努力保持或获得成本领先优势？那些放任成本上升并让许多“特殊”成本合理化的企业经理很少优于能够自觉设计降低成本流程的经理。

同样重要的是诚实问题。你是投资者，而不是企业经理。你也不是会计师或私人侦探（当然这并不构成无需理性批判的证据）。从某种程度上讲企业管理者是你的合伙人。你提供资金是为了能有一个或可能有一个比较丰厚的回报。任何扭曲这种关系的东西都是不健康的，不管是通过欺骗或过高的回报，你有权对问题有一个完整清晰的了解，这些问题会有什么后果以及应如何解决。董事长的年报往往对未来过于自信而对过去的教训不能进行很好的反思。如果他们不能诚实地对待投资者的疑问，那你如何能相信他们有足够的能力和

我们试图建立一个独立于股票市价、历史价以及价格波动性的内在价值模型。因此，我们不用股价的历史走势而是用企业的实际经营状况来评价管理者的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勇气去克服这些困难呢？所以投资者要问自己的一个问题是如果这些人以其他身份——如你的财务顾问，或向你借钱的小企业主——出现时，你是否能够信任他们。

3. 企业是否给股东提供了价值

不管一个行业多么有前途，管理者多么有能力，投资者只关心投资的回报，这来自于股息收入和资本增值。我们试图建立一个独立于股票市价、历史价以及价格波动性的内在价值模型。因此，我们不用股价的历史走势而是用企业的实际经营状况来评价管理者的能力。在扣除通货膨胀因素影响后企业的收益是否还足够高？企业的增长是否仅仅依靠内部投资？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

信息来源

观 察 力

我们去哪里发现那些管理完善、行业前景良好、竞争不激烈的神奇企业呢？每个发达证券市场上都有成千的股票。投资是你的一个机会，毕竟，没人逼你去投资，而且即使你只能找到少数几个企业，这对构建你一生的投资组合来说也足够了，而线索就在你的身边。格雷罕姆说过投资在最接近商业经营时是最具有智力挑战性的。你必须熟知一些商业概念，比如上一章所阐述的企业创造价值的一些方法，同时还要了解基本财会知识，以及商业用语。但同样重要的是常识和观察力。人们还在购买这种商品吗，为什么？他们为什么不买别的东西？其他生产商可以提供同样的产品吗？他们的产品是否比这种产品更好，或者更便宜？你正在考虑的企业是否取得了一个比别人更高的投资回报率？

举个例子。在构思本书时，我恰好在世界各国旅行。由于想到巴菲特的介入，我对可口可乐公司特别留意，结果很受震憾——几乎在世界上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的每个角落都在销售可口可乐。逐渐地我发现另一样几乎同样广为流传的东西——口香糖，大部分品牌都属于一家公司——威廉姆·瑞格里，这家公司好像永久地垄断了口香糖市场。认真研究这家公司的报表，你会发现它符合本书所说的许多原则。为什么伯克夏·哈萨维公司没有持有该公司的股票呢？我猜测是因为这家公司的股票价格太高——从而没有足够的安全边际。

公开信息

有很多简明的方法来检验你的直觉。最常用的是看一下企业的财务报表，最好是前几年的。大多数企业都会应邀提供或干脆直接放在互联网上，可是应该怎样阅读呢？首要的一点是寻找称职和诚实的征兆。这家企业是如何应对挫折的？是否有足够的信息帮助你了解企业是如何赚钱的？企业的哪种产品在哪个国家发展最快？新的投资集中在哪些领域？然后再来看数字。增长、盈利或投资背后都有些什么故事？企业可能会有一些免费小册子为你提供企业产品的范围和客户方面的信息。要尽量避免对证券公司的研究报告产生依赖，这种报告往往质量低下而且集中于对短期业绩的预测。有些优秀的分析师往往只给大投资机构提供研究报告，但即使如此他们也只能对一段时间内的基本数据进行预测。

> 要尽量避免对证券公司的研究报告产生依赖，这种报告往往质量低下而且集中于对短期业绩的预测。

毫不夸张的说，为保证做出成功的投资，你只需要阅读企业的年报、一份像金融时报或华尔街日报之类的报纸，以及耐心。

主要价值点

企业不能只是在纸上谈兵，他们要向消费者出售产品或提供服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家企业优于其竞争对手的地方究竟在哪里呢？在传统意义上，有营业总收入或营业毛利等指标，但这些指标往往会使人误入歧途，因为各地的会计方法不同，资金成本率也不尽相同。通常最有用的是发展起自己对行业进行分析的独立指标体系，比如说在考虑投资服装零售业时，你当然会对企业的总收入和营业毛利感兴趣，但同时还对每平方米的销售额感兴趣，每平方米需要多少投资，存货的周转率为多少，偿还各种负债的情况怎样，在业务的增长中现有网点和新设网点各占多大比例等等。你应该关注这些数字的长期状况，而且竞争者们在同样的时间内会做些什么。然后抛开这些数字，看看企业自己怎样说，并观察与你的判断是否一致。企业是否对每个零售商店都实行严格的管理？他们的员工比其他商店更忙吗？网点布局是否符合他们的战略需要（是在大街、小巷还是偏远的山区）？有哪些威胁存在？竞争对手是否很容易模仿公司的产品？是否存在增长的极限？是否有直销商和网上供应商与之进行竞争？

在传统意义上，有营业总收入或营业毛利等指标，但这些指标往往会使人误入歧途，因为各地的会计方法不同，资金成本率也不尽相同。通常最有用的是发展起自己对行业进行分析的独立指标体系。

巴菲特的主要指标——两个例子

零售商

尽管在零售商领域里有一些投资，但总体来讲巴菲特对此并不热衷，最大的投资是在其全资子公司内布拉斯加家具店和西斯杂货店上。巴菲特不愿投资于该领域的最大理由是这个行业的领头羊很容易被模仿。供应商并不指望着某一家买主，店铺的位置也不会是独一无二，而且客户服务方面的创新也很容易被模仿。

像巴菲特认为产品差异化不明显的其他行业投资一样，他倾向于投资于低成本的竞争者。内布拉斯加家具店是美国同类竞争者中每平方米营业面积销售产品最多的零售商。秘密在哪里？就是价格优势。它们的毛利率水平不高但销售量巨大。在库房和存货上的低投入加上高额销售量提高了投资回报率。巴菲特的合伙人姆格是与内布拉斯加家具店类似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一家上市公司的董事。

西斯略有不同。他的竞争优势在于精美的糖果和优质的客户服务(最近我心情不好的时候去过一次,受到的是贴心的服务和许多免费样品)。虽然这是些无形的东西但比位置或工资重要的多。然而,巴菲特仍旧研究出每平方米营业面积销售量相关模型——每窗口销售糖果数量——并时刻用此模型跟踪西斯的动态。除了增加每年每个销售窗口的销售量,西斯还能够有规律的提高产品价格。随着投入的增加,如糖原料价格的上涨,销售量和价格的上涨只对成本作以弥补。巴菲特有效地运用传统的数量分析方法,如每平方米营业面积销售量,来发现如西斯产品的质量优势或内布拉斯加的成本优势等信息。

银行业

比较有趣的是,巴菲特有时把银行也看作零售商——大部分都在交通要道设立分支机构与对手竞争。他在银行领域有一些小的投资,除了富国银行,具体案例可参见第八章的案例分析。

按传统分析方法,实际上很难对银行进行分析。许多经营零散业务的银行通过几百年来的运营方式来赚钱——吸存放贷。借高利贷远没有依靠个人储蓄融资成本低,但在交通要道上向成千上万的小储户提供服务也成本不菲。贷款利润难以准确测算的另一个原因是不知道长期借款人是否会按期还款。如果贷款成为呆账,银行就会受损,利润来源就丧失了。

应用我们熟悉的模式,既然银行之间都很相似,巴菲特倾向于投资那些在历史上能够保持低成本运营的银行。他主要参考资产回报率指标(净利润除以平均资产),而且只投资于回报率超过1%的银行(从长期来观察一家银行的报表,很少也能够保持1%以上的资产回报率)。

其他办法

你必须要学会运用其他指标。竞争者是谁?是什么促使他们投资于这一领域?还有哪些潜在的竞争者?并且要关注有关公司的报道,在可能的情况下还要研究企业的产品。记住:没有不重要的细节。巴菲特第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特第一次考虑投资于迪斯尼公司的时候，跑到电影院去看迪斯尼的电影，直到后来他才意识到西装革履地坐在满是孩子们的电影院里是何等的可笑。

一次考虑投资于迪斯尼公司的时候，跑到电影院去看迪斯尼的电影，直到后来他才意识到西装革履地坐在满是孩子们的电影院里是何等的可笑。上世纪60年代美国运通受到谣言困扰时，巴菲特在当地餐馆和超市的收银处发现消费者照常使用运通的信用卡和旅行支票。

我们还可以进一步发展这种实地调查的分析技术。菲利浦·费雪专门发掘流言蜚语。通过严格考察潜在投资对象的管理水平，他对哪家公司擅长什么做到了如指掌。他总结出15条必须作出回答的问题，你可以在他的《普通股与不普通的利润》一书中找到。许多问题是关于企业保持销售增长以及管理层的开放与诚实。

巴菲特对自己的投资总要刨根问底。他永远都坐在桌前读年报和思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

运用知识和直觉

了解自己的极限……

没有人逼你去投资。真识卓见很少不是来源于别人的直觉。因此阅读象巴菲特和彼得林奇那样的长期投资者如何行动的书是非常值得的。如果完全模仿他们你可能会做得很好,但由于时滞你可能永远也不会清楚知道他们在什么时机交易,最终你什么也没学到。所以最好是形成自己的方法。合理的方法是从你知道的情况开始,而不是从证券商知道的东西开始,也不是从巴菲特知道的东西开始。但是在确定自己知道什么之前,承认自己不知道哪些东西是至关重要的。费雪对半导体和化学工业非常熟悉,而巴菲特则相反。他甚至没有投资于任何一家医药行业的企业。这个行业大家很容易知道卖什么产品,但却很难了解企业的长期竞争优势在哪里,除非你是专家。可能你正好是这方面的专家,然而,要记住有些行业本身变化很快所以很难预测。微软通过占据个人电脑操作系统和应用市场发了大财,但是在 20 年前还没有个人电脑。在 20 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间里会有吗，事实上没有人可以作出回答。因此在微软上的投资从而在20年时间里持续获得稳定的甚至是很高的现金回报的行为基本上都是投机，而不能算作真正的投资。但是所有人都可以预测到迪斯尼或者吉列公司可以持续经营下去，甚至长久的保持市场主导地位。

……同时运用自己的力量

从彼得林奇到俾斯通·兰迪斯，许多人写了各种各样的书教你如何在自家门厅寻找投资机会。这并不是说你单单根据自己发现一家餐馆比路那边的好或者一种洗衣粉洗白效果好就投资，而是说你最好从身边做起。我有一次偶尔从窗里向外看就发现了投资机会，我注意到一家速递公司每天向对面的大楼投递货物，这使我思考这个行业将来的市场需求和行业的经济学问题。浪漫的人将会为我决定投资于拥有我第一次看到的那种卡车的公司而高兴(但我在6个月之后才意识到这是一个投资机会)。正如我们先前所说，巴菲特的许多投资主义来自于他终生都熟悉的企业——作为可口可乐的消费者，以及作为华盛顿邮报的卖报童。他不需要更多的东西证明这些是伟大的产品，几十年后他再看这些公司的报表时，它们仍是最出色的公司，所以他耐心地等待直到价格合适的时机出现。

我注意到一家速递公司每天向对面的大楼投递货物，这使我思考这个行业将来的市场需求和行业的经济学问题。浪漫的人将会为我决定投资于拥有我第一次看到的那种卡车的公司而高兴(但我在6个月之后才意识到这是一个投资机会)。

理解度的简单测试题

企业10年后会怎样？

回答这个问题不需要准备企业10年的现金流量表，但你要确信收益要足够高，这通常来自于比实际的和潜在竞争者更高的竞争力，销售的增长以及对成本的控制。如果你不能回答这个问题，就不要投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用直观感受

掌握数字，了解产品、市场以及竞争情况。然后回过头来思考，一定要对自己诚实。你觉得自己对这个行业到底了解多少？你知道人们为什么买这种产品？市场的结构如何？总体而言各个厂商的市场份额情况如何？在一年之内会有什么新产品或产品改良？5年之内呢？你如果想增加销售或利润率还会做什么？追问上述问题时你必须要有信心，同时还必须相信你所投资企业的管理层有一定的超前眼光。通过投资，你与企业的经理层建立了合作关系，而且拥有了经济关系中一段特殊的历史。这两个问题是相关的。

1. 你对产品和市场满意吗？

我认为扪心自问是否愿意花钱买某种产品是合适的。枪和烟会害人，酒和汉堡也有不良的效果。作为投资者，你不需要为每天卖多少发愁，但你却因从销售中获利而与其相关。迪斯尼最近也面临关于故意宣扬暴力、同性恋和色情影片的谴责，你可能已投资许多年甚至几十年，你肯定自己喜欢企业赚钱的方式吗？巴菲特投资于上面所提到的所有行业，除了烟草。

> 你可能已投资许多年甚至几十年，你肯定自己喜欢企业赚钱的方式吗？

2. 你对管理层满意吗？

我们已经考虑过管理层的能力和准备工作。他们的诚信如何？他们对问题和错误的态度开放吗？他们为自己的继任做好准备还是不断消灭潜在对手？同样，他们对那些做最困难的销售和产品开发的低层人员给予回报吗？酬劳如何？利润是公平的在员工、经理和股东之间进行分配吗？巴菲特不是员工持股计划的热衷者，那只会助长短视行为而每股价值很容易通过减低股息来实现最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诚信度的简单测试题

把钱交给这家公司经理10年你放心吗?

你的钱委托出去,而被别人控制,你安心吗?你看好这些掌握控制权的经理吗?假设你是唯一股东而且必须到荒漠呆上10年,这些人会把企业经营得使双方都获得最大回报吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

商　　誉

如果某企业的内在价值超过了经审计的财务报表上的净值，一定有某种在审计时没有发现的资产。这种内在价值与账面资产之间的差额形成的资产被称为商誉，这是一个老词，在不同场合下有不同含义。最常见的含义是企业兼并价格和账面价值的差额。本章将应用前一种意思，我们把它叫作经济商誉，而后者称为兼并商誉。

> *这种内在价值与账面资产之间的差额形成的资产被称为商誉。*

所有企业的经营都需要经过审计的有形资产，然而我们看到的促进盈利的因素如经理激励机制、消费者或者与供应商的关系、市场询价能力等无形的资产从未反映在报表中。集中巴菲特、费雪和波特的智慧，我们发现经济商誉往往产生于卓越的管理和有利的行业环境。这种行业环境是指面临上升的市场需求或有利的政策环境(巴菲特称之为顺风车)而且还有限制竞争的一些规定。这可能包括关于市场准入的限制或者稳固的市场地位或绝对的成本优势。除上两章的增值分析和满意程度分析，还有什么财务线索可以发现经济商誉的存在?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人的钱——资本来源

所有企业都需要有资产才能运转，比如固定资产和存货。企业融资的渠道有很多，主要包括股东、债权人和供应商。一些幸运的公司可以向消费者融资，比如杂志社就可以运用预定的方式。上个世纪的大部分时间里，股市上最受欢迎的公司是那些资产远远超过净收益的公司，比如铁路、银行、汽车生产商、钢厂以及纺织厂。用格雷罕姆的法则，拥有这类资产的公司被认为是稳定的，由有形的资产支撑着股价。巴菲特的主要控股公司伯克夏·哈萨维正是从这类企业发家，拥有高价值的工厂但是收益或损失都很低。

这类企业企图扩张时会发生什么情况呢？我们举一个例子。

假设一家海韦(HEAVY)控股公司(其资产负债表见表 7－1)不断得到发展并在 10 年内实现了利润翻番，每年有接近 7%的可观升幅。然而为了实现这个增长率，它的营业收入很可能也必须翻倍。为实现销售量的翻番，可能股票面值、债权和固定资产都要加倍。

在 10 年之初，营运资产(股票、债券和固定资产减掉必要的对供应商的欠款)总额为 100(即 5＋7＋100－12＝100)。10 年末则需要拥有 200 的营运资产(即股票为 10，债券为 14，固定资产为 200，对供应商欠款为 24)。假设公司不付股息，10 年的留存收益也只有 75。但是营运资产却增加了 100，因此为维持生存它必须筹借或发股 25。这种情况无法长期维持下去，因为如果继续这样发展下去将会达到企业融资的极限，并将导致股东的利益被过分稀释。还有一种方法可以说明海韦在损害企业的价值。假设所有的企业都应该有同样的市盈率，比如说是 10。你可以算出海韦的市值在开始时应该是 50 而到 10 年末达到 100。企业的价值增长了 50，但是作为股东你必须另外投入 100 来支持企业。所以每次企业向你要 2 块钱却只能产生 1 块钱的效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－1 **海韦公司**

某日资产负债表			
现金	0	债务	0
股票	5	供应商借款	12
债权	7		
厂房	100	股东权益	100
总资产	112	总负债	112
利润或损失			
营业收入	70		
税后利润	5		

我们可以说海韦是一个使企业产生负的经济商誉的典型，只会逐渐走向死亡而不是充满希望，所以它的内在价值低于其账面价值。当然，可能会有人用账面价值收购企业或者管理层自己买断经营不善的企业的资产——但实际上这种情况不常发生。

假设有一家拉特公司（其资产负债表见表 7－2）与海韦拥有同样的收益率，但是却拥有少得多的资产。再假设拉特公司在 10 年的时间里经历着与海韦同样的增长速度，所以同样实现了销售量和利润的翻番。因此拉特公司的营运资产也需要翻倍。开始是 20，10 年后达到 40，所以需要再投资 20。10 年内公司创造的利润超过了 75 而只需要再投资 20，所以 55 的现金（不算利息）会增加在资产负债表上或者作为股息分配。另外假设企业在年初值 50 而在年末值 100 外加 55 的现金，20 单位的投资产生了 105 的价值或者说留存收益翻了 5 倍。

表 7－2 **拉特公司**

某日资产负债表			
现金	0	债务	0
股票	5	供应商借款	12
债权	7		
厂房	20	股东权益	20
总资产	32	总负债	32
利润或损失			
营业收入	70		
税后利润	5		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的收益

是什么使海韦变成“负商誉”的制造者呢？首先是它用尽了现金或筹措现金的能力，尽管其增长并不是很快。一般的企业像海韦这样的并不是很多，但像拉特那样长期保持令人羡慕的经济业绩的企业也不多。实际上，许多企业如果不依靠再融资则很难保持即使是较低的增长率。正如我们在上面两个例子里看到的，重要的问题不是你是否需要再融资，因为所有增长的企业都需再融资来发展，而重要的是再融资的部分是如何进行再投资的。海韦需要留存所有利润甚至还要另外融资，它在这个过程中降低了企业价值。拉特只需要留存一小部分利润，不但创造了价值，而且创造了新的现金流入。

几乎所有巴菲特的股权投资都可以总结如下：它们都是能在增长中获得很高投资回报率的成长中企业。

如何能够了解企业是否能做到这一点呢？瞧，每家企业都有再投资及回报的历史。最方便的是归结为一个指标，资本收益率。

股本收益率定义为税后利润或净收入与当年平均股本之比。在以后的章节里我们可以扩充这个定义及其重要性。总而言之，企业总股本也称作净资产、账面价值或账面股本，是指股东向企业投入股本的总和，包括初始投资和以后累积的留存收益。净收入是指股东从投资中获得的利润。

每家企业都有再投资及回报的历史。最方便的是归结为一个指标，资本收益率。资本收益率定义为税后利润或净收入与当年平均股本之比。

运用股本收益率指标我们可以很快区分企业属于海韦或者拉特中的哪一类。在保持债务与现金的合理平衡下，大多数企业发现很难长期保持10%—12%以上的股本收益率。这种现象很容易理解。股本收益率达到15%的企业将吸引大量想获得同样回报率的竞争者，而只有巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特选择的那种公司才能击败竞争者并保持较高的股本收益率。需要记住的非常重要的一点是，较高的股本收益率仅仅因为其预示着该公司具有可持续地获得高回报的能力。

从以上的分析中我们可以看出企业的收益率存在着差异。海韦式的企业必须留存所有的利润否则就会停止增长。即使是一个股本收益率达到10%的一般企业也必须将大部分现金流用于再投资，不管他们愿不愿意。巴菲特洞察到每个项目都有两个部分。每家企业都有一个宣布的利润，同时这些利润都有自己的归宿。海韦式企业别无他法只能进行再投资；一般的企业或者进行再投资，得到平均利润，或者停止增长；拉特式企业也必须进行再投资但可以获得高回报并可以用多余的现金进行分配。

税收与通货膨胀

投资者关心的是企业的总回报。税收是投资中一个非常重要而且不可避免的因素。因此必须考虑每个投资机会的税后总收入。这是巴菲特在发掘可以长期保持增长的公司的一个重要因素，即大部分价值是通过股票升值而不是通过股息分配获得，这样税收就会被延迟到将来卖掉股票的那一天。由于主要的税种对于股票和其他证券是中立的，所以税的问题很少影响巴菲特作出或不作某一类投资决策。

战后出现的周期性的严重通货膨胀是巴菲特重点考虑的宏观因素之一。价格的普遍上扬多次贬低了现金、政府公债、以及其他债券的价值。在40年前利息率3%固定收入的证券还很吸引人，但如今却活生生地使人们的家庭投资组合的价值大幅缩水(10%的通货膨胀率将使利息3%的债券在10年内缩水一半)。而创造10%的股本收益率的企业在通货膨胀率高达10%的情况下也仅能维持保本(考虑股息税收的影响甚至无法保本。)而

投资者关心的是企业的总回报。税收是在投资中一个非常重要而且不可避免的因素。因此必须考虑每个投资机会的税后总收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且,无论是否增长,所有利润都必须进行再投资。正是通货膨胀的周期性出现使巴菲特更加注重股本收益率指标。

债券性质的股票

那些长期以来都无法提高股本收益率的企业,其股票可以被看作是一种债券:回报率在10%—12%之间的可以提现或者将利息直接进行再投资的永久债券。当传统的政府债券或企业债券只付5%—7%的利息时,投资者可能会付出高于企业账面价值的价格购买股票。然而,通货膨胀复活可能经常会把利率推高到甚至超过10%的水平。在1977年巴菲特的一篇文章里,他提出与大多数人相反观点,通货膨胀本身无法提高企业所能创造的股本收益率。换句话说,通货膨胀可以提高平均债券的利息率但对股票的股本收益率没有影响。因此永远都存在股东所付出的超过企业账面价值的溢价消失的可能:在长期内股票的平均商誉为零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

资本配置

巴菲特经常重复的格言是企业经理的最重要的工作就是资本配置，如今这句格言已经被广泛接受。如果企业的增长既需要大量再投资又不会产生良好的资本收益率，那么即使是明显增长的企业也会产生负的经济商誉。巴菲特常用的一个比喻是存款账户。如果利率是10%而且所有利息收入被进行再投资，收益应该每年增长10%。这里面没有什么玄妙的，但是许多经理在经营某家大企业多年后只得到这个回报却仍然能获得嘉奖。

除了再投资于主营业务，企业经理还有许多方法进行投资产生商誉或负商誉，包括分散化投资或兼并，付息或留存盈利，以及融资政策。

分散化投资和兼并

伯克夏·哈萨维是目前世界上投资最分散的大企业之一。尽管其主营产业是保险，他同时还销售家具、珠宝、报纸、钢铁、百科全书以及吸尘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器。它的机构通过购并迅速成长起来，然而沃伦·巴菲特对并购或分散化以后的企业的运营情况非常警惕，他相信许多扩张只对经理个人或者其钱包有好处却很少增加股东的利益。即使是最优秀的企业也难免介入不必要的分散化经营，这往往是受到顾问或者投资银行经理等利益相关者的影响，那些主张分散化投资来减少风险的学院派对也负有责任。出于同种原因巴菲特在排除经营大量不相干业务的企业的同时，独自建立起一个股票组合来减少波动性。

实际上，巴菲特相信经理在做出购并或新投资项目决策时应采用与进行投资决断时同样的标准。我们了解这个行业吗？企业运营正常吗？我们可以提供经理吗？价格是在内在价值之下吗？如果他们真正这么来考虑，购并数量就会大量减少。

巴菲特对那些用自己的股票收购其他企业的公司持厌恶态度。他的基本标准是买到的东西应该超过付出的价值。一段亲身经历是报纸发行公司经常在购并零售商之后只是肥了他人的腰包而损害了自己股东的利益。在30多年甚至更多的时间里，伯克夏·哈萨维公司的市场和账面价值几乎增长了1000倍，而流通中的股票数量却只增长了8%。

巴菲特对那些用自己的股票收购其他企业的公司持厌恶态度。他的基本标准是买到的东西应该超过付出的价值。

股息和留存盈利

差不多所有的成长型企业都需要留存当年盈利(上一章提到海韦和拉特都不例外)。那些拥有较高股本收益率的企业同样需要产生现金。平庸的和不称职的经理会把现金浪费在昂贵的购并或闲置在银行账户上，而不是投向高回报的投资项目。闲置资金比浪费稍好一点但远远不如将现金返还给股东。保留现金的最坏后果是使企业产生浪费并带来不必要的成本增长而导致竞争者可以提供更低的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业总需要足够的现金以防在商业周期中发生债务危机。如果购并在扣除成本后能够真正增加企业的内在价值也是可以接受的。在大多数情况下股东能够从以股息形式得到的现金中受益，而不是投资于别处。

企业总需要足够的现金以防在商业周期中发生债务危机。如果购并在扣除成本后能够真正增加企业的内在价值也是可以接受的。

越来越流行的股票回购是股息的一种特殊形式。企业用现金从投资者手里买回股票。用来检验价值的方法还是看企业是否付出低于每股内在价值的价格。巴菲特喜欢这种方式。因为他很少卖出自己的股票，结果就是他对那些管理层证明自己为股东利益着想的企业的投资占其总流通股份的比率总是上升。最明显的例子就是政府雇员保险公司。伯克夏在上个世纪 70 年代后期用 4570 万美元买入了公司 33.3% 的股份。这家公司的收益不仅增长迅速而且产生了大量的现金流。由于公司从来不直接购买其他企业的股票而是把多余的现金用于收购自己的股票，结果到 1995 年伯克夏拥有了公司 50% 的股权。伯克夏接着用 23 亿美元购买了公司其他的所有股份。

越来越流行的股票回购是股息的一种特殊形式。企业用现金从投资者手里买回股票。用来检验价值的方法还是看企业是否付出低于每股内在价值的价格。

最近股票回购打着增加股东价值的名义十分盛行。对大多数市盈率很高的企业，他们只是在损害企业的价值。如果一个人可以用 50 美分换 1 美元，那用 2 美元换 1 美元就是非常愚蠢的。我怀疑许多经理之所以要进行回购不过是为了提高每股收益，因为非分红派息会产生相反的效果。对于这些公司来说，股票回购只是举债的一种昂贵的方式，这把我们带入下一个考虑。

举债政策

巴菲特热衷于股本收益率高的企业，但拒绝那些以大举借债为代价的企业。事实上，许多企业可以通过抬高负债率来增加每股收益。这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策的代价并不只是增加了利息负担而且还使当年现金流出现问题增加了导致企业破产的风险。只要平均的或者可持续的股本收益率保持较高水平,暂时的收益波动并不可怕。太高的债务将产生企业停止运行的风险。总债务水平应保持在较低水平,使利息负担保持在正常债权人可以承受的范围内。股本收益率应以企业营运资产为基数,即那些为保持正常运营而需要的资产和负债,在适当的时候还需要一部分现金和债务。一个通过不断借债成功抬高股本收益率的典型例子是通用电气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

股本收益率

我们看到巴菲特把股本收益率作为财务健全的主要指标。商誉是当企业拥有获得较高股本再投资收益率的能力时所赢得的高于账面价值的溢价。假设有一家企业在较长的时期内股本收益率平均为10%，那它在利率较低的时候就可以获得一个市场溢价，但是由于利率呈周期性变化，这个溢价可能很快就会消失。

商誉是当企业拥有获得较高股本再投资收益率的能力时所赢得的高于账面价值的溢价。

巴菲特发现寻找那些可以经常获得远远超过普通债券或现金的股本收益率的企业是最安全的。让我们回到对债券性股票的解释上来，我们看到拥有10%的股本收益率的股票可能与收益率为10%的债券价值相同，但实际上有两个很重要的区别。首先，大部分债券都有一个固定期限，即事先约定的本金返还期或新利率确定期。而股票是永久性的，除非你是控股大股东，最终能够得到现金股利还是利润被用于再投资将由管理层决定。第二个区别也与此相关，并与标准企业财务理论里所称的再投资风险有些关联。

再投资风险是指你可能无法把证券上获得的收入进行比较有利地投资，尽管投资的期限是固定的。如果你买了票面利率为10%的债券并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再投资风险是指你可能无法把证券上获得的收入进行有利地投资，尽管投资的期限是固定的。

信用风险完全可以接受，你可以确定你在到期日之前每年都可以得到相当于本金10%的利息收入。但是你却不知道每期收到这笔利息的真实价值是多少，因为你既无法预测通货膨胀会使商品价格变成多少也无法推算当时的利率对证券价格造成的影响。这可不是学术问题。最大的可能是你从这种债券上得到的收益在十年后将会远远超过原始投资。假设利率在你收到第一年的利息之前降低，10%收益率的债券的价格会上升。因此，预测一个人的长期收益几乎是不可能的。

巴菲特睿智地推翻了这一点。如果你把股票当作可以产生固定收益的永久债券，你就会遇到再投资机会。股票要付股息，而这个因素(更准确的说应该是你如何重新调配这个因素)是很不确定的，但是留存收益却将在一个事先可预测的股本收益率的水平上进行再投资。如果可持续的股本收益率是10%，则留存收益的收益率也会达到10%。普通的债券百分之百地支付其“收入”。而大多数公司支付50%或更少的股息。股本收益率高的公司增长很快，而且可能会回购自己的股票，因此可能用现金方式支付的股息只是其中的很少一部分。

如果你把股票当作可以产生固定收益的永久债券，你就会遇到再投资机会。

再投资机会是指一个成长的企业拥有的将资本的大部分投向高回报项目的选择权。有这种机会的企业会产生最多的商誉。

这是巴菲特许多投资背后的一个基本财务真理。美国运通公司的股本收益率是23%，吉列公司为35%，而可口可乐的股本收益率则达到令人瞠目结舌的55%。在所有这些例子里股本收益率仍在继续增长(一定要记住要留出一个安全边际，即使是这些杰出的企业也有实实在在的价值，而巴菲特仍决定以更低的价格才可以买)。

总而言之，股本收益率之所以重要是因为他提供了企业可以获得多大再投资收益率的线索。可以保持20%股本收益率的企业不仅可以为你带来两倍于普通股票或债券的收益，而且还通过再投资，为你提供了一个长久获得20%的收益率的机会。那些再投资回报率可以在将来长期达到这一水平的最优秀的公司，最终会为你的投资提供20%的复利回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报。

如何计算股本收益率

股本收益率包括两个部分:净收入和股权。在计算净收入时记住减掉收入的流出是重要的:明显的如上缴税收,还有支付的优先股股息,兼并收购的成本以及奖励给管理者的股票期权。大部分异常支出或收入可以被忽略。不过要记住,那些实施节约成本计划的企业可能正在与经营良好而且经常性采取措施降低成本的企业进行竞争。商誉的摊销并不是企业的真实成本而只是账务上的一个人为调整,因此需要加回到净收入中。但是折旧却是实实在在的成本,尽管它不以现金方式支出。除非对资本支出作等额的调整,它必须作为成本被减掉。

巴菲特发明了“所有者盈余”和“全面盈余”的名词。除净收入之外，同时还考虑了其他的两种效果。如果一个企业只拥有另一家公司很少的一部分股份，在它的账目上只能反映出这部分股息收入，而这部分权益的潜在收入可能更高。伯克夏在 1996 年拥有美国运通 10.5% 的普通股，这使他可以获得运通净收入中的 10.5%，即 1.9 亿美元。4400 万美元作为股息支付而其他部分则被作为留存收益用作再投资。伯克夏的账目只能反映出股息收入的部分，而全面盈余的概念则包含了整个数目。

所有者盈余适用于所有传统行业。它试图根据经常性发生的现金流动对企业的净收入进行调整。一般情况下,即使是单纯通货膨胀的影响,很多企业也需要把收入的一部分投入更高的流动资金或固定资产的需求。在净收入的基础上加上折旧减掉不带来真实资本增长的资本投入,所有者盈余衡量出企业真正以现金方式的产生的收入。实际上,区分资本所需追加的投资和新增投资是很困难的。我们经常看到的是高股本收益率的企业,不依靠大量举债,可以通过再投资于生产力高的资本来获得增长。像海韦那样低股本收益率的企业把所有收入投入新兴的但成果不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显著的资本设备，其所有者盈余可能很低或为负数。

出于我们的目的，记住即使高股本收益率的企业也会留存部分盈余用于必要的再投资。我们将在计算中采用净收入而不是所有者盈余。

股权的计算方法并不是这样直白。有几个小问题需要定义，比如递减优先股、小股东权益、库藏股。除非年内有大的增发扩股举动，一般情况下只使用平均股本。比较大的问题牵涉到无形资产，包括已购商誉、专利、转播权。已购商誉在处理上非常灵活因为至今还没有一种保证正确的方法，将它计算在内你可能会高估支撑营运资产所需资本的数量，从而低估真实的收益率，不把它计算在内则会忽视大量现金被用在低收益率项目上的可能性——股本收益率应该比实际的水平更高。富国银行是一个很好的例子。它在历史上可以创造30%的股本收益率，1996年他又耗资113亿美元收购了另一家大金融集团，其中商誉和其他无形资产达到94亿美元。1996年年报中的股本收益率则猛降到9%。把商誉的摊销额加回到净收入上而保持实收股本不变可以把股本收益率提高到13%。从股本里减掉无形资产部分可以使股本收益率达到38%。但这种计算也不合理。如果威尔斯用股票多支付10亿美元，那么它以有形资本计算的股权会更低，而股本收益率则将更高——但实体企业却没有发生任何变化。

这个谜有一个答案，涉及新投资所带来的新增现金流入。这一点将在下一章里展开。

其他形式的企业

有一些行业很难使用股本收益率分析，即使从长期来看它们的股本收益与其他行业没什么不同。保险公司则属于采用上述第一类全面盈余计算方法的行业。它们的资产大部分以股本形式持有而年报中的收入只计算了股息，那些由被投资企业留存的收益最终都会增加保险公司将来的股息或资本利得，但后者却没有规律性而且是不可测的。尽管伯克夏·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈萨维公司也存在这个问题，但由于它比一般保险公司拥有小得多的股权，因此更容易使用全面盈余的分析。

长期拥有资产并希望从中获得资本利得的企业，比如风险投资公司，同样不适合于简单的股本收益率分析方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

IP：增量收益原理

我们上一章讲到商誉和其他无形资产如何使股本收益率分析方法变得无所适从。有时，历史的资产负债表也会误导投资者。那些拥有大量历史性资本的企业可能会显得拥有很高的股本收益率，但是一旦它们的资本需要更新，股本收益率就会迅速下降。那些在历史上发生过亏损的企业也会因股本缩水而明显地提高股本收益率。还有一系列类似的问题，而解决这个难题的办法就是要牢记我们真正感兴趣的是新增资本的收益率。

理解股本收益率背后的概念是很容易的——用现在的收入与全部历史投资相比就可以得到数值。得到最近的结果也并不很困难，我们只要用新增加的收益与产生这块收益的新增资本相比。尽管这仍然不是对未来股本收益率的预测，但是比起我们先前股本收益率的计算方法来说则更进了一步。这一方法还可以解决我们前面所提到的会计问题。

理解股本收益率背后的概念是很容易的——用现在的收入与全部历史投资相比就可以得到数值。得到最近的结果并不很困难。

我把这种方法叫作增量收益原理(Incremental Principle)法，即：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\frac{\text{第二年调整后的净收益}-\text{第一年调整后的净收益}}{\text{第二年末的股东权益余额}-\text{第二年初的股东权益余额}}$$

注:调整后净收益是优先股股息分配和缴税后的利润,但在普通股股息支付及做其他调整之前。

在下面的例子里,该企业以高于账面价值 50 的价格被购买,购得的商誉被注销。见表 10－1。

表 10－1　　高　为　公　司

年份	1	2	3
商誉	(50)	(50)	(50)
固定资产	30	33	36
净流动资产	20	22	24
净资产	50	55	60
净收益	10	10.5	11
平均股本收益率	20%	19%	
IP	10%	10%	

最初 20% 的股本收益率是非常吸引人的。然而增量收益,揭示了事实真实的一面。利润的增幅每年只有 0.5%,而要保持 10% 的增量收益,每年必须增加 5 个单位的投资用于营运资产。如果这种情况继续下去,股本收益率最终也会降低到 10%。类似情况在收购巨头身上时有发生,他们在每项交易里都购入了收益率的标的,但很快这个收益率就会降低,只有依靠新一轮的收购重新激活收益率。

下面再举一个例子。见表 10－2。

表 10－2　　新　生　公　司

年份	1	2	3
固定资产	120	123	127
净流动资产	80	82	84
净资产	200	205	211
净收益	10	12	14
平均股本收益率		6%	7%
IP	40%	33%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某个行业里的许多新进入者都属于上述类型。你可以特别留意宾馆或重工业等行业里存在巨额资本投入只有在生产能力得到充分运用时才能维持保本。注意新兴公司净收入以每年15%—20%的速率增长，但在考虑股本收益率和增量收益指标时，你会发现这种收入的表面繁荣不过是在维持既有水平。如果把初始投入的200单位存入银行，在这三年里每年会得到一个更好的回报。

因此寻找巴菲特式股票的另一个重要原则是：股本收益率很高，而且可以一直维持在较高的水平上，同时新增股本的收益率，即增量收益也要高。

增量收益原则方法的适用范围

在财务报表不清晰的情况下，增量收益对估算可维持的股本收益率是非常有用的，但它只在当年利润和股本同时增长的时候才能奏效。当利润持平或者下降时，首先要确定这是不是一个长期趋势。如果下降属于暂时的，则预测实际的增长率仍然是可行的，但如果收入持续下降则会冒相当大的风险。除了因为重大资产核销、亏损或股票回购之外，股东的资本很少会缩减。同样，我们必须小心：如果资产核销与交易无关，就必须在计算增量收益时把核销部分加回，但是预提的准备金经常掩盖交易中的问题。

> 在财务报表不清晰的情况下，附加值对估算可维持的资本收益率也是非常有用的。但它只在当年利润和股本同时增长的时候才能奏效。

一个很有趣的相关问题是成长型的公司在不再需要追加投资时该怎么办。这种情况不常发生。像美国运通银行或者政府雇员保险公司那样在公布利润前吸收消费者存款或保费的公司是典型的代表。在这种情况下，由于股东投资逐渐减少，所以应用增量收益方法几乎是不可能的，因此，我们还得求助于股本收益率方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

估算价值

现在总结一下到目前为止我们经历的步骤。

- 我们应该持有的好企业是我们能够了解它的产品以及为什么市场需求会增长的企业，管理者诚实而且称职，企业拥有一种可持续的竞争优势，这种优势可以吓退新竞争者的进入，并超越现有的竞争者，同时企业拥有对消费者和供应商的讨价还价能力。最好的投资对象是不受管制的自然垄断行业，或者企业拥有不可动摇的市场地位或可保持的成本优势。
- 一般的公司从长期来讲每年可以创造10%—12%的股本收益率。目前债券的收益率低于这个水平，但考虑通货膨胀循环的因素则有时会高于这个水平，有时甚至会超过股票的收益率。因此，尽管股票的内在价值经常超过账面价值（也就是说拥有商誉），但这部分溢价可能不会持久。
- 能够保持较高的股本收益率的企业拥有持续的经济商誉。而且，如果企业可以大量留存盈余进行再投资并保持收益率水平，商誉也会随之翻番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴 现 率

最后要考虑的一点是贴现率，即我们用来比较可持续股本收益率的利率。专家们花费了大量的精力去论证不同的资本计算方法，而巴菲特采取的是相当简便的方法。他曾一度建议使用长期政府债券利率。尽管这个利率也时有浮动，但我们又有什么办法预测？因此，巴菲特通常用10%的贴现率，以15%的税前贴现率(税后接近10%)向子公司提供资本。最重要的一点是在价值评估时要保证有充分的安全边际，那么即使你使用8%、9%或10%的贴现率时，结果不会有太大的差别。而且，由于他会选择安全边际最大的证券进行投资，这种排列也独立于实际的贴现率。

内 在 价 值

你发现有一家企业可以持续获得每年20%的投资收益率。有两种方法来估测该企业的内在价值。首先，你可以建立一个未来利润和现金流的模型，并把预测的现金流按10%的贴现率折算成现值。这种方法在实际工作中很难操作，而且由于想象中的投资回报期经常被夸大，所以容易高估实际价值。或者你可以采用我们到目前为止所使用的方法，把股票当作一种债券来估值。

我们假设市场利率水平保持在10%附近，票面利率为10%的债券通常会按票面价值出售，票面利率为20%的债券则会以两倍于票面值的价格出售。例如，按25元发行而每年利息为5元的债券很快就会被买主把价格推高到50元，即翻一番。回报率为20%的股票价格会稍高一些。同债券一样，股票收益的一部分是现金(即现金股利)，剩下的部分留存起来。如果留存的盈利还可以保持20%的股本收益率，它如同创造了一种新的债券，为你提供了一个以票面价值购买收益率为20%的债券的选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权:企业每留存1元钱就会在将来多创造20分的收益或者说其价值为2元。简单的说,留存收益的价值是正常企业收益的两倍。通常情况下,企业留存收益的价值相当于企业增量收益与正常利率水平的比值。计算出的留存收益价值还需再进行折现以计算内在价值(IV)。

$$内在价值=\frac{净收益\times可持续的资本收益率或IP}{(贴现率)^2}$$

由于我们假定长期贴现率为10%,这相当于说内在价值是收益的100倍再乘以股本收益率。股本收益率通常以百分比形式表示,所以一个实用的记法是:

当证券的市盈率与股本收益率相等时的市场价值就是它的内在价值。

安全边际

估算出证券的价值只是做了一半的工作。当我们投资于上市公司的股票时,我们除了出售的权利之外什么也没得到。我们的购买行为并没有给公司增加任何价值。因此花1美元买1美元并没什么特别的。

假设我们有一家平均股本收益率为10%的公司,这家公司留存了所有的收益并保持每年10%的增长率。见表11-1。

表11-1

历史收益		当年收益		未来收益	
11.3	12.4	13.6	15	16.5	18.2

我们估计的内在价值是:

$$IV=\frac{15\times0.1}{(0.1)^2}=150 或市盈率为10$$

这也是我们在这个例子里将付出的市场价。由于未来资本收益与股本基数同样以每年10%的速度增长,股本收益率将保持在10%的水平。内在价值和市场价值也很有可能同时保持10%增长,但是将来市价的增长应按10%的贴现率计算现值。我们在当年付出150,两年后价格将变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成182,但折到今天仍是150。总之,按内在价值投资意味着将来的真实价值不会发生任何变化。

安全边际意味着我们应该按内在价值尽可能大的折扣买入证券。

安全边际意味着我们应该按内在价值尽可能大的折扣买入证券。这种方法有三大优点。最直接的是,我们可以获得长期收益:

1. 市场上的其他投资者将会发现市场低估了该企业的价值,从而导致市价上升,即使没有出现前述情况,我们也可以继续持有该企业的股票,从企业净收益和股息的增长中获得稳定收益;

2. 我们不需要担心股票市场的整体走势。有的证券有很好的安全边际,有的则没有。市场大盘有时可能会崩溃,但是从长期看,经过精挑细选的股票终究会增值;

3. 安全边际是对我们自身能力和市场缺陷的一种保险。管理者可能会犯错,产品可能会被退回,我们的预测也可能是扭曲的——精明的投资者将会留出一定的价格空间以避免由于决策错误而造成重大的损失。

安全边际带来额外的保险。你用远远低于证券真实价值的价格买入。当证券价格下降时,你不会为账面损失忐忑不安,相反,你会发现市场给了你一个用更大的折扣买入的好机会。

内在价值的安全边际应该有多高才好?巴菲特经常描述花50美分换1美元的好处。我们将在后面的案例分析中看到,他确实经常只花费了内在价值一半的价钱,但是与贴现率一样,数值是否精确本身并不重要。如果你以远远低于证券真实价值的价格买入并长期持有,必然会有不菲的回报。

内在价值的安全边际应该有多高才好?巴菲特经常描述花50美分换1美元的好处。我们将在后面的案例分析中看到,他确实经常只花费了内在价值一半的价钱,但是与贴现率一样,数值是否精确本身并不重要。

在本章中我一直使用“证券”一词,而不是“股票”,因为关于价值和安全边际的概念同样适用于债券,现金,不动产或艺术品。作为投资者,你的工作就是发现价值被严重低估的投资并坚持到底。巴菲特熟悉股票,偶尔也会染指债券。而你,可能更了解别的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候卖出

如果市场价格超过其内在价值时，格林罕姆就会准备卖出。除非发现公司确实出现问题或自己犯了决策错误，否则费雪通常不大愿意出售手中的股票，但是如果有更吸引人的投资机会来临时他也会做出卖出的决定。同样，巴菲特在发现自己犯错时也会立即清仓。

巴菲特很少为了抓住别的投资机会而卖出手中的股票，一个理由是因为税收。我们第二章中看到递延的资本收益税比平常的利润更为有利。巴菲特投资理念的一个核心思想是：坚持投资于你所熟悉的公司比追逐别处高回报的幻影更有意义。一个很重要的因素是，随着你对企业潜在能力认识程度的提高，安全边际也相应增加了。

> 从一个很重要的角度考虑，随着你对企业潜在能力的认识程度的提高，安全边际也增加了。

只有在极个别的情况下，感情因素会影响投资决策。巴菲特投资后，伯克夏·哈萨维公司原有的纺织品生意维持了21年。其间收益几经起伏，但它再也没有成为吸引人的企业。巴菲特在这期间之所以没有关闭纺织品业务，是因为他感到对员工和他们居住的社区负有责任——而且在投资后，公司也曾有一定的现金流入。当现金流越来越少，而且看来不太可能有任何改观时，他最终还是决定关闭了纺织品业务。

伯克夏公司持有某些大型企业的一小部分股权，巴菲特将之称为永久持股。1991年时他写道，当年最大的4项投资，即大都会公司/美国广播公司、可口可乐、政府雇员保险公司和华盛顿邮报都将被永久持有。从那以后，伯克夏买下了整个政府雇员保险公司并始终持有其他三家的股份。当迪斯尼收购大都会公司后，伯克夏选择了股票交换的方式进而成为迪斯尼的股东。巴菲特还说过，他不会出售其全资持有的任何一家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

案例分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

美国运通公司

1991 年伯克夏·哈萨维公司购买了美国运通公司价值 30 亿美元的可转换优先股。这部分股权在 1994 年自动转成了 1.4 亿股普通股。同年伯克夏公司又购进了价值 42.4 亿美元的 1.38 亿股普通股，1995 年花 66.9 亿美元又吃进 2.17 亿股，平均每股价格分别为 21.4、30.8 和 30.8 美元。

公司背景

美国运通在美国的每个时代都让自己重焕青春。它是由纽约快速邮递市场上的竞争者于 1850 年联合成立的。当时的经理是亨利·威尔斯和威廉姆·法戈，他们于 1852 年又在加利福尼亚建立了另一家公司。在 1880 年之前运通在 19 个州先后建立了 4000 家分支机构以支持美国的先驱者们开发巨大的资源。1880年邮局发明了汇票，而威尔士和法戈发现了击败邮局的另外一种办法——旅行支票。这是运通公司

美国运通在美国的每个时代都让自己重焕青春。她是由纽约快速邮递市场上的竞争者于 1850 年联合成立的。当时的经理是亨利·威尔斯和威廉姆·法戈，他们于 1852 年又在加利福尼亚建立了另一家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1891 年推出的产品 1892 年便创造了 50 万美元的销售量。

尽管公司在第一次世界大战期间被收归国有,但是不久又被重组分割。之后的运通公司已不满足于单纯提供支票服务,他利用了海外的机构和稳固的声誉提供了大量与旅游相关的服务,包括旅游代理服务和货币兑换。海外的公司很快就挤满了蜂拥而至探索新大陆的美国游客。

1958 年运通做出了最大胆的产品开发。在这之前企业账户和信用卡已经推出了几十年。大莱卡自 1950 年以来已与许多商户签约,向持卡人收取费用并给商户一定的折扣(付款额的一定百分比)。美国运通看到吸引这个市场上富人和企业账户的一个机会,而这两类客户正是运通旅游生意的主流。经过大量的事先宣传,在美国运通卡推出的当天 25 万申请人和一万七千个商户前来问询。尽管在 20 世纪 60 年代受到万事达和维萨卡组织的冲击,运通仍然在花销巨大的个人和企业群体的市场份额中独占鳌头。与其他信用卡相比,运通卡对低风险客户只提供有限的透支期限,但不良损失也降低了。1970 年,美国运通收取了 23 亿美元的手续费。通过公司的支票系统,运通运用自己的声誉使美国人无需再使用现金。

在 1977 到 1993 年詹姆斯·罗宾斯领导期间,运通的主业得到很快发展,但多元化经营浪费了现金流量。当时颇为流行一种“金融超市”的观念,即满足客户所有的金融需求。受之影响,运通公司于 1991 年收购了投资银行西尔森·豪斯,并陆续买进了一系列经营证券经纪业务的企业。之后利润和股票价格同时步入了呆滞状态。

美国运通在 1991

罗宾斯的时代终结了,1990 年的经营结果非常糟糕。投资银行部和经纪行(现在叫西尔斯雷曼兄弟公司)重组的费用和损失达到 9.6 亿美元。总公司的净收益只有 1.8 亿美元,远远低于 1989 年 12 亿美元的水平。公司从发行普通股中筹集了 8.9 亿美元,并发行了价值 2 亿美元的可转换优先股。尽管采取这些措施来改观资产负债表,运通在 1991 年仍然被降低了评级,这对像运通这样以健全的财务基础为根基的公司来说的确是一个很严重的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个 人 关 系

罗宾斯买的一家经纪公司就是IDS,这是巴菲特早期买过的一只股票,1953年购买时市盈率为3。他还写过一篇关于这家公司的长篇报道并通过华尔街杂志的广告以1美元的价格销售副本。

60年代中期,美国运通受到所谓"色拉油丑闻"的影响。它储藏了大量盛色拉油的容器并以公司的名义发行商业票据,这种票据可以作为金融工具流通。不幸的是,有些容器里根本就没有油,运通因此遭到起诉。公司确认没有善意的第三者的利益遭到严重损害,同时华尔街疯狂地买进这只股票。巴菲特的合伙公司也投入进去,用1亿3千万的价格,大约是合伙企业40%的股本,买进了该公司5%的股份,这是巴菲特早期想在无形资产中发掘价值的尝试。他站在地方餐馆的收银处又走访当地银行,发现消费者在丑闻事件后一如既往地使用运通卡付账。巴菲特把这次事件的代价比作一种从未实现过的股息,换句话说,事件的代价是一次性的而不会影响企业将来的现金流。像政府雇员保险公司(GEICO)或富国银行(Wells Fargo)那样优秀的企业有时也会暂时地陷入困境,这是巴菲特在经历运通事件后不断遇到的情况。

公司为客户提供价值了吗?

运通在1990年的经营情况如表12－1。

表12－1　　1990年运通经营状况

经营内容 \ 指标项目	净收益(单位:百万美元)	股本收益率(ROE)(%)
旅游相关收入	956	28.1
运通银行	111	19.2
IDS	207	14.5
ISC	103	21.8
西尔斯雷曼	(966)	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IDS目前主要向个人客户提供财务计划和投资建议服务。它在1984年合并后每年获得22%的回报率,并拥有和掌握着价值514亿美元的财产。ISC是成功代客户特别是信用卡公司处理数据的供应商。美国运通银行曾有过很不一致的信贷政策,但目前已专门向富人提供服务。旅游相关服务,包括银行卡、支票和旅游代理仍然是公司的核心产品。运通已经发行365万张银行卡,在1990年的直接消费额达到1110亿美元。同年还销售了250亿美元的旅行支票和50亿美元的旅游服务。除28%的股本收益率之外(这是分摊总部成本之前的数字),运通银行在10年内使盈利增长了5倍,即保持了每年18%的增幅。

然而市场竞争越来越激烈。维萨和万事达长期占据着市场份额。运通进入信用卡市场较晚,市场份额较小,并面临着支票和旅游销售的严厉竞争。但从另一个角度看,运通仍然有优势。对于富人和企业来说,运通是持卡人第一个往往也是唯一的选择,它靠实力、专家建议以及独特性取胜。较小的市场份额准确地说应被视为主动选择的结果,所以这对客户来说意味着声望和地位。对运通的核心客户——旅游者、商人以及餐厅的客人来说,使用运通卡可以达到自我推销的效果。美国运通得到了很少的金融机构能够做到的客户对其品牌的认可。

管理层给企业提供价值了吗?

詹姆斯·罗宾斯有许多推崇者,巴菲特就是其中之一。他通过再投资和新产品开发扩大了公司的核心业务范围,但同时也使公司增长过快。

公司给股东提供价值了吗?

运通的股价在5年内几乎没有变化。公司传统的盈利能力被大量盈利较低的新项目所消化,而且股东的权益不断被稀释。1990年运通筹集了11亿美元的资本,回购了7400万美元的股票,并支付了4.13亿美元的股息(1989年为3.59亿美元):向这些股东分派一大笔现金是荒谬的,公司被迫以低价增发新股,这意味着对老股东权益的稀释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息来源

巴菲特对运通和 IDS 的主要业务一直比较熟悉。但是所有人都可以看出运通是在金融服务业中与众不同的企业。现在让我们回头来看伯克夏公司在 1991 年的第一笔投资,这与它在 1994 和 1995 年的决策非常不同。

1991 年决策

运通在 1991 年持续地筹集资本。罗宾斯在年中与巴菲特联系,一周后伯克夏就买入了价值 30 亿美元的可转换优先股。这种优先股的固定股息为 8.85%,高于当时 7.5%—8% 的国债利率。与当时伯克夏购买的其他优先股(如吉列)不同,这种优先股只能转换成普通股。三年以后,伯克夏最多可以换成 1220 万股普通股,市值不得超过 4.14 亿美元(如果普通股交易价格低于 24.5 美元的保本价,伯克夏可以把转换推移至下一年度)。假设普通股在理论上可能会一文不值,因为其下跌的空间是无限的。包括固定股息在内的最大升幅每年大约在 20% 左右。巴菲特对固定的收入流已经是心满意足,但仍然预测运通的市值将超过 24.5 美元。

这相当于 115 亿美元的资本市值。运通公司的历史已经证明它有 10 亿美元的获利能力:在 1989 和 1990 年度出现西尔斯的亏损前的净收益都是 12 亿美元。而且,历史上股本收益率的趋势也高于 20%。伯克夏的过人之处在于能够抓住为数不多的因企业遇到暂时困难而影响市价的机会。

1994 年决策

在优先股转换的前三年时间里,运通做出了许多重大决策。罗宾斯于 1992 年离开了公司,取而代之的是哈维·高乐博,他之前负责成功的 IDS 部分。高乐博与罗宾斯的战略一致,决心恢复银行卡的市场份额并集中力量于主要业务和利润指标。他认识到投资银行业务阻碍了这一目标的实现,因此把非核心的投资银行业务出售或分拆。第一个被卖掉的是 ISC,数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处理部门。这是很好的一块业务，但与运通的核心价值和客户有什么关系？通过一系列的公开出售，运通对 ISC(现在已更名为 FDC)的投资已降低到原来的22%，收回现金 21 亿美元。第二步是分拆雷曼兄弟公司的股权，即把股东手里的一张运通的股票(该股票赋予股东对包括雷曼公司在内的一系列经营体的权利)换成了一张运通的股票加一张雷曼公司自己的股票。雷曼公司在成为独立实体之前被注入了 11 亿美元的新资本。这实际上是钱从一个口袋换到另一个口袋，因为运通公司的股东在运通的股权减少了 11 亿但却成为雷曼公司的股东。在 1994 年分拆前，原西尔斯和其他经纪行的业务大部分都被出售。

总部有哪些变化呢？TRS 经营运通传统的主营业务，在 1991 和 1992 年步入困境。高乐博增加了给商户的折扣以吸引更多合作伙伴并减少持卡人数量以集中于更吸引人的高消费客户群体；在重组流行的年代里 TRS 也利用重组降低费用支出。对于信用卡行业来说，TRS 还是刚刚进入，在收紧信贷政策之前还需要主动出击。IDS 被更名为美国运通财务顾问(运通是如此热衷于改名?)并像以前一样健康地成长。银行业务则继续向前发展。状况见表 12-2。

表 12-2　　　　总部经营业务状况

净收益(百万美元)	TRS	财务顾问	银行
1994	998	428	80
1993	884	358	92
1992	234	297	35
1991	396	248	60

财务顾问部受益于个人投资者逐步把现金、银行存款和机构养老金转向货币市场基金、共同基金和个人养老金的长期趋势。自 1990 年以来，财务顾问拥有或管理的资产几乎翻倍达到 1060 亿美元，收入以每年 20%的速度递增。其他重要指标包括雇佣的理财顾问和客户的数量也同时增长。

TRS 业务状况的改善清晰地反映在后来重组成本和坏账率的降低上。这个故事令人印象深刻。运通集中力量与经营高额耐用消费品的商户签定合作协议：如零售业、汽油以及旅游和娱乐产业。特别是对旅游和娱乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业，运通几乎涵盖了该产业的全部领域。运通还实施了一项回馈计划，向高消费者提供积分、礼物、折扣以及里程累计和其他增值服务。运通卡持有人的平均消费额是维萨或万事达卡的两倍半。这一点尤其重要是因为运通卡的主要市场份额是在企业卡领域。1993 年运通卡的总值销额为 1240 亿美元，其中企业占 34 亿美元。旅行支票销售额多年来缓慢增长，因为个人客户越来越喜欢用磁卡替代纸质交易，但是企业客户也在缓慢增长，收益达到每年 20％的增长率。

检验你的理解力的问题

你清楚人们为什么买运通的产品吗？

运通主要是依靠用现金替换其产品而轻松地赚钱，而这一习惯还会继续。它卖出了大量围绕其品牌和核心价值的产品。个人理财顾问依靠的是他们的技巧与诚实；持卡人买的是声望和国际化的一种形象；支票购买者买的是安全可靠性等等。这与其竞争者非常不同。他们能与硬件相匹配——例如分销能力和产品范围，但是产生品牌所代表的软价值是很困难的。维萨和万事达卡只有影响力，花旗银行和发现者有产品和分销渠道，但却没有自己的形象。

> 运通主要是依靠提供替换现金的产品赚钱，而这一习惯还会继续。

行业在今后十年会发生哪些变化？

财务顾问业是最容易预测的一部分。从长期趋势上来讲，这项业务必定会持续发展，除非出现了大的股灾。工作不稳定性的增加，更小的家庭单位，政府计划的减少和人口的老龄化意味着人们在财务计划上有更多的自我选择余地。

预测 TRS 市场上的技术变革是非常困难的。市场上的利润空间和消费者信贷明显的市场需求吸引了一大批新的竞争者。运通略微避开了这种竞争。如果它能在不损害市场形象的基础上继续扩大客户群，就可以获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得更高的利润。对于一个象征着价值的公司来说,运通还可以从科技中获利——人们越来越追求生活更舒适的模式。

你对管理层满意吗?

高乐博做的正是巴菲特在其著作中所倡导的事情。他把无关全局战略的亏损部门以合理的价格出售,因此把资本集中于剩下的拥有比较优势的部分。他发掘出企业的真正价值所在,并以此为目标,集中力量提高成效。他提高了成功企业的费用,尽管当时不需要这么做。他也提高了企业的资本实力,这对客户来说是非常重要的。如今企业可以在他需要的时候回购自己的股票。

有替代品吗?

美国运通面临着市场的竞争,像吉列那样垄断分销渠道是很难的。成为像 GEICO 那样的低成本供应商也非易事。运通的强项在于面向富裕个人、企业和旅行者的客户群体。他们有钱、能花钱、对价格不敏感,却比一般人更注重品牌。运通将力求满足这类客户的需要,几十年的经验说明它可以做到这一点。

财务分析

运通原来是一家财务报表比较混乱的混合体。为理解其利润来源我们必须先看一下其资产负债表。见表 12-3。

表 12-3　　1993 年合并资产负债表

百万美元	1993 年 12 月 31 日
现金和短期投资	42620
应收账款	16142
贷款	14796
固定资产	1976
子公司资产	8992

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

其他	9606
总资产	94132
客户存款	11131
旅行支票	4800
保险、年金和投资信托	26158
负债	21050
子公司债务	8992
其他	13267
股东权益	8734

应该注意的第一点是这是个合并后报表,即资产额与股东权益相比非常大。雷曼当时还没有被分拆,但这并不影响分析结果因为它被当作停止经营的实体。运通银行相对来说比较小,但占有多数的贷款和存款。其他的资产和负债也是相互配比:保险和投资负债与投资资产在一起,而子公司的资产与负债也如名称一样紧密相关。为作纯技术分析,我们减掉这些明显的配比项以缩小资产负债表。见表 12－4。

表 12－4　　　　资 产 负 债 表

百万美元	1993 年 12 月 31 日
应收账款	16142
贷款,减存款	3665
固定资产	1976
其他	9606
总资产	31389
旅行支票	4800
负债,减现金、投资和准备金	4588
其他	13267
股权	8734

这张表比较公允地反映出公司的实际财务情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷曼的分拆于1994年5月完成。根据1993年的财务记账,大多数的资产和负债都没有变化。但是分拆确实带走了一部分运通的未分配盈余,使股东的权益下降了24亿美元变成63亿美元。

1993年合并后损益表

百万美元	1993年12月31日
手续费	7818
利息和股息	4914
年金	702
其他	739
总收入	14173
管理费用	(6957)
营业费用	(3107)
利息	(1783)
雷曼	(127)
税前收入	2199
净收入	1478
每股盈利(美元)	3.17

不考虑雷曼公司的分拆效应,运通在其持有的FDC股票上获得4.33亿美元的税后利润。对FDC和雷曼公司的影响进行调整后净收入为12亿美元,每股净利润为2.51美元。

如果公司的资产负债比率与银行的一样高,那么我们应该注意从净利差上得到的收入是非常小的(而这是多数银行的主要收入来源)。值得指出的是运通的大部分利息收入是来自于一种分散化的高品质的债券组合(像保险一样),很少是来自高风险的贷款(像银行那样)。可能表面上看不出来为什么运通的负债成本不高。854亿美元的负债只产生49亿美元的利息成本和费用,只有5.7%。我们从伯克夏·哈萨维自身发展的过程中可以了解到,便宜的负债与你生产什么样的资产一样重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本来源

运通大部分业务是提供现金类的服务。资产负债表上保险和货币管理业务吸引的资金是最大一个项目，其在偿还之前有一个持续期。银行持有的存款比贷款多，然而有160亿美元信用卡的应收账款和20亿美元的资产在增加。许多分析师注意到已经发行但还未兑付的旅行支票会形成资金的“浮存”。这是收入的一个很好的来源，48亿资金不需支付费用，有些支票甚至没有被使用，但如今这块业务增长已经放慢，无法支撑上述资产的缺口。银行还能产生一部分无息存款，但主要的资金来源应借助于负债和留存收益。

> 运通的形象包括价值观和品牌是其筹集资本的重要源泉。

更有象征性的是，运通的形象包括价值观和品牌是其筹集资本的重要源泉。高乐博扫除了威胁企业竞争能力的障碍并把不符合公司价值观的部分处理出去。银行部门在为富人提供更好服务方面做了很多努力但客户的需求却是永无止境，除此之外的核心业务产生了较高的资本回报。在拥挤而且忠诚度不高的金融服务业这是完全可能的，因为运通的客户愿意多付一点钱与运通发生联系。这是运通资本的真正源泉。

股本收益率

在分拆雷曼之后，运通的股权基础缩减到63亿美元。不算出售FDC股份所得到的额外利润，继续保持着12亿美元的净收益，股本收益率为19%。这与我们所看到的个人业务的历史股本收益率相一致，而且与西尔斯事件之前的股本收益率是可比的。历史上的附加价值的计算是没有意义的，因为各种各样的筹资活动和出售对此已经造成扭曲。按上一段的分析，可持续的IP大约在19%的水平——剩余的业务对资本的需求相对较小或者需要当时同等比例的新资本。

> 运通的客户愿意多付一点钱与运通发生联系。

美国运通公司的价值是多少

在这一阶段你可能会对内在价值有些怀疑。因为经理层尚未在数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上证明自己的管理是和公司的主营业务一样优秀。根据历史经验，银行和保险公司在一个经济周期内还不能产生超过 10% 的股本收益率。运通的情况比一般的金融机构要好。既有新的经理层所带来的好处又继续保持了运通在市场上的影响力，我们可以计算出运通可持续的附加价值率和股本收益率为 19%。在 1993 年净收益的基础上，1994 年上半年持续增长，可以计算内在价值为：

$$12\text{亿美元} \times \frac{19\%}{(10\%)^2} = 228\text{亿美元}$$

IP → 19%；内在价值 → 228 亿美元；净收益 → 12 亿美元；贴现率 → $(10\%)^2$

巴菲特做了什么

3 亿美元的优先股在 1994 年 8 月份到期，按合约规定可以把这部分优先股在总额不高于 4.14 亿美元的前提下转换成 1220 万普通股。最终股票数量被调整到 1400 万股，因为伯克夏没有参与雷曼公司股票的分拆。当时的普通股市价在 25.25 到 32 美元之间，使伯克夏的持股价值达到 35.4 与 44.8 亿美元之间。不管以哪个价格计算，这都算一个很大的资本收益以及非常有吸引力的股息分配。巴菲特最近透露他当时很想卖掉股票保持住利润。在与赫兹公司的首席执行官弗兰克·奥尔森打高尔夫球时，他被告知运通正在击败其发卡对手并在企业卡方面占据了绝对的品牌优势。巴菲特于是决定不出售股票，而是增加投资 11 亿美元连续买进运通的普通股。1994 年的年报显示这部分股票市值增长了 17%，达到 14 亿美元。以此为基础测算内在价值达到了 266 亿美元。

伯克夏新买入的股票平均价格为每股 30.8 美元，总共价值为 157 亿美元。这在 1994 年内在价值的基础上提供了 41% 的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来发生了什么

哈维·高乐博和他的助手们实现了所有的许诺。通过集中力量经营重组后的清晰的并得到公众承认的主营业务，公司每股盈利和股本收益率都得到市场的认同。TRS 的经营重点在于增加发卡量、持卡人的客户忠诚度以及每张卡的消费额。发卡量与 1990 年相比增长了 17%，消费额则增长了 87%。财务顾问业务充分利用了需求的增长、人口结构的变化和股市的长期上涨，拥有和管理的资产在 7 年时间里增长了 4 倍，而收益持续按照 20% 继续增长。银行和旅行支票业务依旧停滞不前。

在这种表现的背后，是运通严格的成本管理和新产品开发，运通把成本控制在每年近乎零增长的水平，并在对企业和个人持卡人提供新服务方面下大力气。多年来运通卡的市场份额首次出现了增长，对维萨与银行合作发卡形成了巨大挑战。

总之，1997 年的净收入为 20 亿美元，每股净收益为 4.2 美元，分别增长了 13% 和 16%。由于同时不断发生一定的股票回购量，每股净收益仍在不断增长。股本收益率从 19%—20% 逐渐提升到 22%。1997 年末，运通的股票市价为 89 美元，伯克夏·哈萨维的 14 亿美元的投资变成了 44 亿美元。如果不考虑股息，这相当于从 1994 年做出投资决策起每年以 39% 的复利增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练习题

我们注意到旅行支票给公司提供了一种浮存。假设运通的客户对运通不太放心而想把钱存在一家更大的金融机构。然而运通仍可以从销售和兑付旅行支票中获得同样的利润。

1. 股东的股权在1991年分拆雷曼公司之后变成63亿美元。如果没有浮存,股权价值应为多少?

2. 新的股本收益率为多少?

3. 新的内在价值为多少?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 这将对 1994 年的投资决策有哪些影响?

讨论题

5. 严格的说,丧失价值 48 亿元的浮存收益不应对企业价值造成更大数额的影响。你能想象为什么实际的影响效果超过这个数目吗?

6. 我们假设失去的浮存将不会对运通的损益表产生影响。为什么在实际上它会影响收入和成本?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

可口可乐公司

伯克夏·哈萨维分别在1988、1989和1994年花费12.99亿美元买入可口可乐公司的普通股。

公司背景

> 尽管1902年可卡因被剔除出生产原料，配方中仍然使用着令人愉悦的糖和咖啡因。可口可乐的市场持续扩大，这与当时一次最大型的宣传活动直接相关，这次宣传活动在1900和1912年的开销分别达到8.5万和100万美元。

可口可乐公司于1892年成立，目的是按照乔治亚州约翰·配波特博士的配方生产含咖啡因软饮料。它向装瓶商和零售商销售糖浆，在1895年之前已经销售了76244加仑，足够生产1000万瓶饮料。尽管1902年可卡因被剔除出生产原料，配方中仍然使用着令人愉悦的糖和咖啡因。可口可乐的市场持续扩大，这与当时一次最大型的宣传活动直接相关，这次宣传活动在1900和1912年的开销分别达到8.5万和100万美元。可口可乐于19世纪20年代在海外开设了分支机构，并在1932年被列入道琼斯工业指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战期间成为全国性企业，并在战后的几十年里逐渐把可口可乐发展成一个著名的国际品牌。

古班·爱米格·罗伯托·哥祖塔在1980年成为可口可乐的总裁，尽管公司的收入已经达到46亿美元，税后利润达到4亿美元。但企业的经营和信息都很疲惫。与主管业务的唐·可夫一起，哥祖塔发起一场以百事可乐为对手的挑战。具有讽刺意味的是，这两个人的组合因在美国营销史上的最大失误而留名。市场调查得出美国人更喜欢百事可乐的味道，1985年公司就据此成立了新可乐公司。新公司在味道测试中表现良好，但是公众的反应却是迅速而激烈的反对。在经过一次空前的群众运动后(收到4万多封抗议信)，可口可乐恢复了其传统的面貌。

具有讽刺意味的是，这两个人的组合因在美国营销史上的最大失误而留名。市场调查得出美国人更喜欢百事可乐的味道，1985年公司就据此成立了新可乐公司。新公司在味道测试中表现良好，但是公众的反应却是迅速而激烈的反对。在经过一次空前的群众运动后(收到4万多封抗议信)，可口可乐恢复了其传统的面貌。

作为世界上销售量最高的商品和最被承认的品牌，这次关于新可乐的风波只证明了一件事情：人们喜欢可口可乐。

1988年的可口可乐公司

在巴菲特开始关注可口可乐公司之前，人们已经淡忘了新可乐的事情。可口可乐公司的营业收入在1985年略微下降而在1986年和1987年强劲上升(分别为34%和26%)。利润的绝大部分来自于软饮料糖浆的销售，一百多年来一直如此。这次失败将帮助巴菲特回答第一个关于价值的问题。

公司为客户提供价值了吗？

可口可乐与其客户的关系超乎其他所有企业。尽管只购买糖浆，但可口可乐饮用者都明显的形成了对可乐的依赖性。1987年平均每个美国人饮用274份公司的产品，每个可乐饮用者每天大约喝掉1瓶多的可乐。

1987年平均每个美国人饮用274份公司的产品，每个可乐饮用者每天大约喝掉1瓶多的可乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层为公司提供价值了吗?

哥祖塔与可夫的组合捱过了新可乐的危机并继续致力于发展软饮料的主业。其他业务部门负责发展相关的领域,特别是果汁。主要资本支出是由业务部门自由决定,并倾向于购买装瓶上的部分权益,这是可口可乐的主要分销渠道。最令人疑惑的是在1984年公司用7.5亿美元购买哥伦比亚公司的股份。可口可乐是商业广告的主要赞助商,从其他方面看并没有什么利益可图。但哥伦比亚公司经营得很好,可口可乐公司经过股票置换将哥伦比亚公司的股权移到表外同时向股东返还现金。但管理层的主要精力还是集中在软饮料行业。而百事可乐则越来越多的进行了分散化经营的策略,建立起庞大的快餐与餐馆生意。

公司为股东提供了价值吗?

1982年投资100美元在可口可乐普通股,到1987年价值就会达到270美元(包括股息),相当于以每年22%的复利增长。在前5年中,这个数字只有13%。公司管理层建立了将利润再投资于同样回报率的项目的机制。1984年公司开始回购自己的股票。

个 人 联 系

- 巴菲特与可口可乐的第一次打交道是他6岁时第一次有记载的商业冒险。在和父母度假期间,他花25美分买了6瓶可乐,再以5美分一瓶的价格出售给邻居。
- 他是果味可乐的爱好者,每天大约要喝上5瓶。
- 他曾在奥马哈与唐做过邻居,可夫在1985年成功地将巴菲特从他长期偏好的百事可乐中转移了出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息来源

1988年可乐产品已经经历了半个世纪。尽管市场上充斥着各种各样的独立财务分析和市场研究，巴菲特需要的几乎所有重要信息都来自于年报，除了主要的财务指标，年报表明了以下几点：

- 可口可乐是第一个和最重要的软饮料销售者，95%的营业收入来自于此。
- 软饮料行业的特点是：大规模生产、高边际利润、高现金流、低资本要求以及高回报率。用巴菲特的语言，这是一个顺风产业里的企业，具有在保持利润增长的同时，以较少的再投资额获得高额现金回报的能力，这是一个非常有吸引力的企业。
- 软饮料行业是世界上最大的产业，可口可乐拥有最好的分销渠道和最好品牌。同时在155个国家的市场上用最低成本生产和帮助装瓶商。
- 巴菲特后来写道，除了管理层出色的市场与财务经验外，最吸引他的是认识到海外市场的扩张。见表13－1。

表13－1　　软饮料国内、国外销售状况表

软饮料销售量百万美元	国内	海外	全球增长(%)
1985	1865	2677	
1986	2016	3629	36
1987	2120	4109	13

更令人兴奋的是关于可口可乐与其他公司生产的软饮料在某些国家的销售情况(表13－2中数字根据1988年的年报作了调整以便更加清楚)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13－2　　软饮料在各国销售情况一览表

国家	每人消费量(每年 8 盎司)
美国	277
墨西哥	197
澳大利亚	155
挪威	161
加拿大	163
德国	143
阿根廷	155
西班牙	103
哥伦比亚	107
菲律宾	79
巴西	90
意大利	68
英国	66
韩国	44
日本	47
法国	27
泰国	25
中国台湾	17
印度尼西亚	3
中国	0.3

我们可以在头脑中粗略估计可口可乐公司的潜力。在美国有 2.5 亿人口，而世界其他地区有 47.5 亿人。考虑地区口味的差异，激烈的市场竞争、政策障碍等等，可以预见可口可乐公司可以在 10 年的时间里把非美国地区的每人消费量提高到美国地区一半的水平。

我们可以在头脑中粗略估计可口可乐公司的潜力。在美国有 2.5 亿人口，而世界其他地区有 47.5 亿人。考虑地区口味的差异，激烈的市场竞争、政策障碍等等，可以预见可口可乐公司可以在 10 年的时间里把非美国地区的每人消费量提高到美国地区一半的水平。按 1987 年销售 41.09 亿美元的不变价格推算的世界销售量将达到 201.4 亿美元：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$\frac{47.5\text{亿人口}}{2.5\text{亿人口}}$×1987 年美国软饮料销售量 21.2 亿美元×50%＝201.4 亿美元

1987 年世界软饮料业的营业利润边际为 27%。假设不存在规模经济而且所有增长通过内部融资完成，预测的税前利润为 54.38 亿美元或税后利润 35.33 亿美元(用公司当时的平均税率测算)。1987 年长期国债的收益率为 9%。如果可口可乐每年都可以按当时 3%的通货膨胀率提高产品价格，我们可以把预测收入以 6%的折现率计算现值。10 年后 35.33 亿美元的现值为 19.73 亿美元，大约是 1987 年净收入的 3 倍。

没有人可以如此准确的预测将来，但这些正是巴菲特在阅读年报时会考虑的因素。

检验你的理解力的问题

你知道人们为什么购买可口可乐吗?

人们之所以购买可口可乐是因为他满足了成千上百万人的口味。生产、装瓶以及运输和销售可口可乐的方法在 100 年的历史里已经变化多次，但从本质上讲是换瓶不换药。没有什么特殊的技巧或者绝密配方能够保证企业将来的成功，但是几乎所有人都知道可口可乐的吸引力将继续保持。

行业在 10 年里会发生什么变化

由于喝可口可乐的人和每个人购买的数量不断增长，对可口可乐公司生产的其他软饮料的需求也稳定增长。不时也会有健康饮料和矿泉水的挑战，可口可乐公司总能作出有效回应，健康饮料就是一个很好的例子。可口可乐在美国历史上的增长似乎可以作为其在全球扩张的一个模板。当地方经济环境、口味和政策因素变化时，公司在 60 年的全球行情中展示出了实力。同样可能继续的是美国品牌的影响力，如米老鼠和麦当劳，他们在越来越多的走向民主化的国家里象征着自由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对管理层满意吗?

哥祖塔—可夫一起给可口可乐的营销和分销系统带来了生机。他们在投资时同样非常谨慎的把资金投向高回报的项目,当没有这样的投资机会时就把现金分配给股东。他们同样致力于把公司变成成本最低的竞争者,当股市休市时巴菲特也可以高枕无忧了。

有没有替代品?

可口可乐与其他软饮料、无碳饮料、矿泉水、热饮、自来水竞争,这样巨大和多样化的一个市场是难以衡量的。然而软饮料市场本身比其他饮料市场增长得更快,可口可乐占据着软饮料世界的头把交椅。不包括中国和俄罗斯,可口可乐的世界市场份额为44%,比最接近的对手多一倍多。同样重要的是可口可乐是世界上最为知名的品牌。它的生产(包括装瓶)是世界上最有效率的,并拥有全世界广泛的销售网络。这都给其竞争对手进入软饮料市场份额造成了强大的和实际上难以逾越的障碍。

9亿美元的净利润毫无疑问的会吸引新的市场进入者,这是靠每年销售1910亿瓶饮料,每瓶只得半分钱积累起来的。这为击败无名的生产商提供了很好的保护。

财务分析

有了上述有利条件的结合,1987年之前可口可乐公司的管理层做了哪些事情?1987年的年报中对前11年的经营作了一个总结(注意我们已经扣除了异常项目和调税的影响)。许多情况非常重要。营业收入在10年里增长了2.75倍(或每年10.6%),但营业利润(扣除准备金前)只增长了2.58倍。假设管理层可靠,这种相对的松弛总费用是他们的一个重要目标。实际上,在1987年前5年营业利润增长率加速达到每年12%的水平。每股净收益的增长率落在两个区间,即1977—1982为8.6%,1982—1987为13.9%。可口可乐公司流通股的数量在第一个时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期并购时有所增长而在第二个时期因回购减少了大约同样的数量。这并不稀奇，现在让我们重点关注一下资产负债表(见表13－3)。

合并后报表

表 13－3

百万美元	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977
收入	7558	6977	5879	5442	5056	4760	4836	4640	3895	3423	2753
毛利	4025	3523	2970	2704	2476	2288	2161	2046	1794	1569	1222
营业收入	1360	1077	807	849	828	773	720	680	644	602	528
税前收益	1410	1208	992	982	927	873	771	707	691	635	561
净收益	916	798	678	622	553	494	432	394	386	351	310
流通股	377	387	393	396	408	390	372	372	372	372	369
每股净收益(美元)	2.43	2.06	1.73	1.57	1.36	1.27	1.16	1.06	1.04	0.94	0.84

1986年和1985年的结果都经过重新整理。两个重要的财务因素说明了这一点。首先在媒体业哥伦比亚公司的特别投资在一定程度上被肢解，与同样是媒体业的三星工作室合并，并给可口可乐公司股东一次性返还股息。这不仅把49%的股权移至表外，而且返还给股东3.35亿美元(尽管是以哥伦比亚股票方式)。而不是放在那里闲置。其次，1986年公司在可口可乐生产厂(最大的国内装瓶商)的权益，也降至49%并移至表外。这也表明管理层致力于把可口可乐集中于其比较优势明显的领域—营销而不是生产。正如我们将会看到的，这对资本利用产生了非常积极的影响。

我们通过缩减非核心元素对1987年的报表做一个调整，见表13－4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13－4　　　调整后 1987 年资产负债表

单位:百万美元		单位:百万美元	
固定资产	1598	净债务[3]	(1234)
投资[2]	2802	净流动资本[1]	(17)
商誉	74	股本	3224

注:1. 净流动资本包括应收账款、存货、预收款项减掉应付账款、股息和税收。
2. 除继续持有哥伦比亚 49% 的股份,投资项主要还包括在重要装瓶商中的部分权益。
3. 净债务为现金加可流通证券和应收票据减掉负债。

这张资产负债表中最值得注意的是他的数量级。一家在一年中销售超过 70 亿的企业,其现实和长期的资产非常少。另一点值得注意的是可口可乐可以利用其供应商、延期付款或缴税等融资手段解决其所有流动资产的需求,包括存货和消费者的赊账。可口可乐不需要依靠债务也不需要股东的资金。

合并后损益表

我们已经知道公司的绝大部分营业利润来自软饮料,表 13－5 是所有产品的地区分布:

表 13－5　　　软饮料销售营业利润地区分布表

百万美元不计成本	美国	拉丁美洲	欧洲和非洲地区	亚太地区	公司	总计
1985						
营业收入	3147	452	1241	1028	11	5879
营业利润	334	91	294	229	－141	807
1986						
营业收入	3278	556	1629	1502	12	6977
营业利润	409	141	400	352	－225	1077
1987						
营业收入	3459	558	1710	1917	15	7658
营业利润	421	153	508	453	－175	1360

该表不仅反映出公司在国内成熟市场的增长情况而且最近在海外特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别是亚太—日本地区得到迅猛增长。这已成为可口可乐公司软饮料利润的主要源泉，国际上的边际利润率也已达到国内水平的2倍多。

回到损益表我们会注意到公司实际支付了很少的利息——扣除准备金前的营业利润与净利息支出之比为18.9倍。股本收入包括哥伦比亚公司的净收入和持有部分装瓶商公司的股份所带来的股利。

现金流量表

我们可以把现金流量表缩减成表13－6：

表 13－6

百万美元	1987	1986	1985
净收益	916	934	678
营业外净收入	－4	－195	54
折旧与摊销	154	155	133
其他	17	71	－62
流动资本	273	－69	－48
资本支出	－300	－346	－384
净投资	－564	－526	386
股息	－422	－403	－389
净股票回购	－564	－59	－186
现金流入	－494	－438	182

由于净投资的变化是由于短期投资或自由决定购买装瓶商的部分权益造成的，我们可以暂且忽略净投资项。现金流量表说明了两个问题：一是支持收入的快速增长需要非常少的流动资本和固定资产投资；二是管理层尽量向股东返还现金而不是依赖大量融债的决心。所有多余的现金都分配给股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有者收益

尽管营业利润在过去的两年里增长了69%，新业务所必需的有形资产投资(不包括装瓶投资)在流动资本和加倍折旧支出方面都很少，这可以用收入的增长来解释(资本支出与净固定资产之比与收入增长率几乎相等)。很可能在没有单位增长的条件下，所有者收益将等于或超过账面利润。没必要估测差额，只要记住其内涵意义就可以了——不管是增长还是静止，可口可乐都将返还股东现金。

资本来源

由于净流动资本很少，从这几个数字似乎说明公司在非控股的装瓶商、电影工作室和糖浆生产方面获利颇丰——这是个荒谬的想法。实际上，可口可乐公司控制着资产负债表上没有反映出来的许多有价值的资产。

拥有32亿美元的股本和7亿美元的债务，可口可乐公司创造了77亿美元收入和9亿美元的净利润。由于净流动资本很少，从这几个数字似乎说明公司在非控股的装瓶商、电影工作室和糖浆生产方面获利颇丰——这是个荒谬的想法。实际上，可口可乐公司控制着资产负债表上没有反映出来的许多有价值的资产。我们已经提到过其品牌价值，分销渠道和低成本的生产，这些都会产生大量的商誉而难于仿效。

一种非同寻常的隐藏资产就是与装瓶商的关系。为什么16亿美元固定资产和8亿美元的股权可以支持77亿美元的收入。因为生产过程中资本密集的部分——装瓶——是由第三方融资或拥有的。管理层认为尽管装瓶很重要，但给股东增加不了多少价值——这是资本密集、公开竞争和无品牌效应的。公司本身也曾投资10亿美元给装瓶领域的一家很想与之保持密切关系的公司，这在当时也有一番争论。但如果你在发展可口可乐品牌与装瓶商之间必须作出选择，你会选择哪一个呢？在实践中，这可能取决于装瓶合约的效力，但从长期来看选择权显然偏向于品牌拥有者而不是装瓶商。如果双方的价格合理，我们也会选择前者(应注意在分销链的最后一环，在商场、餐厅等零售软饮料领域更加属于资本密集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型,可口可乐也没有投资)。

股本收益率

表 13－7 中是十年的数据：

表 13－7　　1978—1987 股本收益率一览表

单位:百万美元	净收益(扣除异常项目的影响)	流通中股份的平均余额	净负债/(现金)	股东权益	股本收益率(%)
年份					
1978	360	372	(256)	1740	21.7
1979	391	372	(23)	1919	21.4
1980	401	372	(22)	2075	20.1
1981	442	372	(117)	2271	20.3
1982	488	390	(239)	2779	19.3
1983	552	408	(39)	2921	19.4
1984	616	396	495	2778	21.6
1985	645	393	304	2979	22.4
1986	786	387	741	3515	24.2
1987	916	377	1234	3224	27.1

公司于 1984 年开始回购股票,到 1987 年共花 13 亿美元,1987 年又付出 6.05 亿美元,比留存收益还高。我们同样可以把时间划分为前后 5 年两段。随着留存收益的增长和股票增发,公司的股本基数不断扩大,所以保持着一个可观的而且平稳的 20% 的股本收益率,与收入的增长、股票回购以及快速增长的股本收益率形成鲜明对比。(尽管净债务增长看起来很吓人,但我们应考虑到税前利润与应付利息之比在 18.9 倍的安全范围内;仅用一年的收入即于清偿净债务;调整后的收益测算值与利税前的净收入 10.14 亿美元和股权加 44.58 亿美元的净债务相比,仍达到 22.7% 的可观水平;不管怎样,最近负债的大幅增长只是暂时的,这与对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哥伦比亚公司的并购交易有关系。)

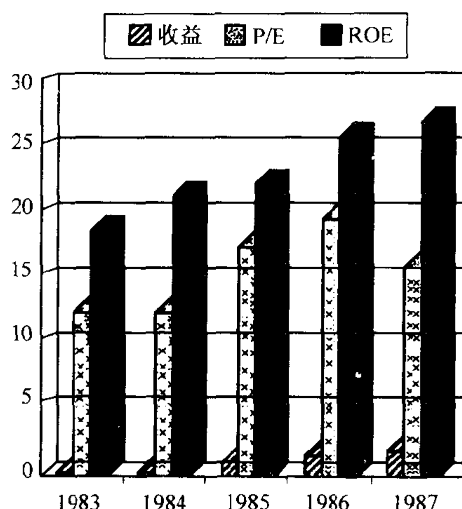
可口可乐价值多少?

我们已经看到在全球增长基础上背后预测出很好的盈利计算。作为投资者如何估计公司在 1988 年的利润? 在进行足够的质量测试后,我们必须考虑最近的财务表现,在 1987 年 12 月的财务决算中,净收益刚过 9 亿美元。巴菲特在夏天开始买入,这时 1988 年每股营业净收益增长预测最少 15%,如果考虑到只有半年时间,假设增长率为 7%,则净收入将为 9.8 亿美元。商誉的摊销是不重要的,如上面假设,股东权益至少等于净收益——如果单位量静止不变,资本支出几乎不可能超过折旧额,流动资本可能会剩余现金。每股收益为 27% 并继续增长。1986—1987 年净收益的增长大约为 1.3 亿美元,1988 年也与此相差不大。同时,留存收益很难计算,股票回购、现金股利和在哥伦比亚分拆时的特殊股利的综合作用造成了 1987 年股权的净减少。加回特殊股利使当年的股本不变,这虽然可信但却没有代表性。我们已经注意到资本支出倾向于超过折旧至少两倍,这是维持增长所需的最低投资(营运资本完全依靠自我融资),平均每年净投资为 2 亿美元,股本的增长在 1980—1986 年之间平均为 9% 或 2.9 亿美元(按 1987 年底的股权计算)。这个数字包含了其他投资行为,可口可乐公司的股本收益率大约在 45% 左右(1.3 亿美元新增创收除以 2.9 亿美元股本)。

45% 是合理的可持续股本收益率吗? 当然,这是综合考虑企业历史、未来和进入的障碍等因素的结果。用目前增长率和未分配比率,可能在 4 年内保持 45% 的增长。然而考虑到巴菲特的保守投资风格,我们判断它最低可接受的持续增长率为 27%。我们计算内在价值的公式为:9.8 亿美元股本 × 27% 的可持续股本收益率 $/(10\%)^2 = 264.6$ 亿美元或每股 71.1 美元。1987 年末流通股总量为 3.72 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特做了什么



1983—1987 年可口可乐公司股票的收益和价值

1988 年，伯克夏·哈萨维公司开始买入可口可乐的股票。当年共买入 1417 万股，平均价格为 41.81 美元，总成本为 5.93 亿美元。1987 年每股收益为 2.42 美元，1988 年前两个季度的增长率达到 16%，或每股 2.81 美元。因此巴菲特购买时的平均市盈率为 14.9—17.3。

1988 年实际上对可口可乐来说又是一个丰收年。由于在世界软饮料市场上的巨大收益，可口可乐公司的收入和营业所得分别比同期增长了 8.9% 和 17.5%。年报中每股净收益增长了 18%，达到 2.85 美元，扣除营业外支出实际可以接近 2.95 美元。因此巴菲特真正的市盈率接近 14。1988 年可口可乐回购了 7.59 亿股票，同时把所有现金流入又投入于此和分派股息，所以股权降为 30.45 亿美元，而股本收益率上升至令人吃惊的 34.5%。

伯克夏·哈萨维 1989 年又投入 4.91 亿美元购买了 917.75 万股可口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可乐的股票。平均价格为 53.5 美元。同时，上半年的结果表明当年收益颇为丰厚，每股收益达到 22%，预计收益可达到 3.49 美元。因此 1989 年买入时的平均市盈率在 15.3—18.1 之间。

后来发生了什么

伯克夏·哈萨维在 1994 年实际上再次购买了可口可乐公司的股票，这又花掉了 2.75 亿美元，平均成本在每股 166.7 美元。尽管这对于当时价值 40 亿美元的总投资来说相对很小，但由于当时的市盈率是巴菲特至今为止所接受的最高水平，此项投资备受人们关注。为使读者了解到故事的全貌，我们来看一下当时的情况。

可口可乐公司保持了继续增长。1987 到 1995 年的收入、持续净收入增长率和每股净收益增长率分别为每年 11.3%、15.6% 和 19.5%。哥伦比亚的投资在 1989 年以高价出售获利不菲，而公司继续持有在少数装瓶商中的部分权益以帮助他们提高效率。对两份资产负债表进行比较分析更有意义，见表 13－8。

表 13－8　　1987、1995 年资产负债表对比表

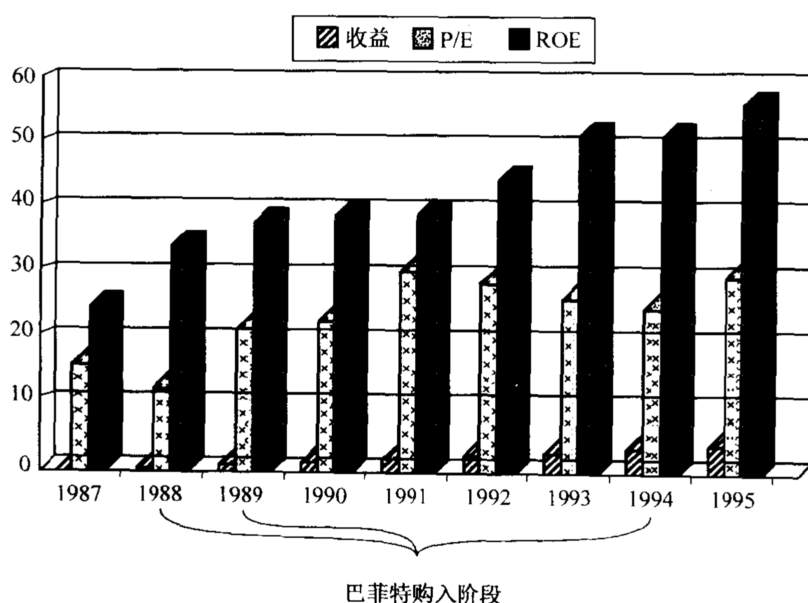
百万美元	1987	1995		1987	1995
固定资产	1598	4336	净负债	(1234)	(1503)
投资	2802	2714	净流动资本	(17)	(133)
商誉	74	944	其他	0	(966)
			股本	3224	5392

当我们从 1987 年的报表分析预测，尽管实际上比净收入略低(每年 13.3%)，净资本支出还是将继续增长。考虑哥伦比亚公司的分拆和累积的商誉，投资与合资企业的资金与收入规模相比基本相称(略高一点)。值得注意的是流动资本和全部债务在 8 年来很少变化。股权增量在收入增长 20 亿美元时期里总共为 22 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995年的净收入实际上大约为30亿美元,全部来自于软饮料销售,尽管国内市场持续增长,但收入的82%来自于美国外部。可口可乐公司在年末用88亿美元回购了4.59亿股,平均股本收益率达到55%。

1995年末,伯克夏·哈萨维13亿美元的付出转变成74亿美元的价值,还获得了现金股利4亿美元。考虑到股东回购,他拥有了可口可乐8%的股份。非常重要的一点是,尽管1987—1995年间股价增长了7.8倍,每股净收益的增长同样可观但却低了4.2倍。股市几乎使可口可乐公司的市盈率翻倍。



1987—1995年可口可乐公司股票的收益和价值

> 我们先前所进行的假定试验,利用较少的资本增量支持世界业务的稳定快速发展,不仅实现了而且增长还在继续加速。

1994年投资时,巴菲特愿意以按1993年收入为基准的创历史的高市盈率24.8倍买进。1994年上半年结果足以证明收入将在当年增长20%,将实际市盈率降为20.7。以巴菲特传统的风格来看这仍然偏高,高于其以前接受的15倍的标准。对此有两种解释,首先他迄今为止了解并对企业及其管理层很满意。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们先前所进行的假定试验，利用较少的资本增量支持世界业务的稳定快速发展，不仅实现了而且增长还在继续加速。当股本收益率超过50%并继续增长时，20倍的市盈率仍然有一个很安全的边际。1993年净收入22亿美元×50%股本收益率/$(10\%$折现率$)^2 = 1100$亿美元或每股262美元。其中有过几次股票分拆，但巴菲特大约每股成本为167美元。

最乐观的情况会引发在1995年的年报里提出并回答的下列问题："我们开发最少的市场是什么？是人本身。人们一整天里可以什么都不要，但是这个星球上57亿人口的每一个人却必须消耗64盎司的饮料才能存活。而我们目前只提供了不到两个盎司的数量。"

可口可乐公司年报里的大部分篇幅用作展示未来良好的发展前景。最乐观的情况会引发在1995年的年报里提出并回答的下列问题："我们开发最少的市场是什么？是人本身。人们一整天里可以什么都不要，但是这个星球上57亿人口的每一个人却必须消耗64盎司的饮料才能存活。而我们目前只提供了不到两个盎司的数量。"

1997年末，可口可乐公司的净收益已经达到41亿美元。不算收到的股息，伯克夏持有股份的价值达到133亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练　习　题

如果可口可乐公司同时经营装瓶和销售，其价值会如何变化？

1. 考虑 1985—1987 期间，假设新的业务需要同样的资本但是只产生 10% 的回报，用同样的收入增长率，重新计算股本收益率。

2. 估算内在价值。

3. 这种情况会对 1988 年的投资决策造成何种影响，你愿意在什么价格上投资？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨论题

4. 如果收入和股本继续按上面假设的年率增长，会对股本收益率和IP产生何种影响？

5. 如果收入增长率因反映出装瓶上的低回报而减慢，股本收益率、IP和内在价值将会如何改变？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

政府雇员保险公司

伯克夏·哈萨维公司在1976年、1979年和1980年共花费0.47亿美元买入了相当于政府雇员保险公司33.3%的普通股和优先股。政府雇员保险公司在以后的20年里不断回购自己的股票从而使伯克夏的股份达到51%。在1996年初，伯克夏用23亿美元买入了剩余的49%的股份。

公司背景

GEICO是政府雇员保险公司的缩写。它的主要业务是向政府雇员、军人以及老年人等低风险客户群提供汽车保险。政府雇员保险公司由得克萨斯州的一位保险会计师雷奥·高德温于1936年投资10万美元创办。在1937年，他和他的夫人莉莲搬到华盛顿特区以接近他们的客户。从一开始他们就拥有两大优势，这种优势在政府雇员保险公司一直保持下来。首先是他们只向安全的驾驶

GEICO是政府雇员保险公司的缩写。它的主要业务是向政府雇员、军人以及老年人等低风险客户群提供汽车保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者提供产品，从而与高风险和对客户不加选择的保险公司区别开来；其次是他们决定通过邮寄的方式直接向客户销售。当时几乎所有的个人保险都是通过保险代理商销售，这大大增加了行业成本。政府雇员保险公司在1945年以前的保险费收入大约在每年150万美元左右。

在1948年，本·格雷罕姆及其下属机构买入了政府雇员保险公司的大部分股权。格雷罕姆也成为公司董事会的主席。公司继续以国内低风险的客户群为服务对象，并把低成本的优势以低价格的方式传递给客户，从而在整个50和60年代实现了利润的稳定增长。

70年代初期，在新管理层的带领下，政府雇员保险公司开始接受高风险的汽车保险和其他客户。资产规模和费用同时迅速上升。不幸的是管理层对这些高风险保单提取的风险准备金不足。当时的高通货膨胀率推高了汽车维修和财产重置的成本。在1975年末，董事会接到独立保险审计官的报告，要求公司立即注入至少5千万美元的资金以防止资不抵债。股票价格从60跌到40美元，对后市的悲观预测更把股价进一步推到2美元。执行总裁被迫离职而华盛顿特区保险监理官威胁要关闭企业。

个 人 联 系

巴菲特对政府雇员保险的公司的偏爱是由于他对本·格雷罕姆英雄般的崇拜。作为格雷罕姆的一名20岁出头的学生，巴菲特发现他的老师作为政府雇员保险公司的董事长后，曾在1951年的一个周末对公司在华盛顿的总部进行了暗访。当时大楼已经关闭，唯一工作的人员把巴菲特领进大楼，并用了几个小时的时间向巴菲特解释公司的持久竞争优势。这就是后来在20世纪60年代担任执行长官的劳瑞莫·戴维森。1951年，巴菲特买入公司1万美元的股票并于一年以后以50%的资本溢价将之出售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1976 年的政府雇员保险公司

政府雇员保险公司在 1976 年遭受了沉重的打击。它宣布 1975 年经营亏损 1.26 亿美元，并预测 1976 年将继续亏损 0.26 亿美元。扭亏为盈的第一个重要举措是从旅行者集团聘请了 43 岁的以强硬著称的杰克·拜仁担任新总裁。杰克从两个不能提供高回报的州撤出机构，并重新评估了所有的新生企业，裁员一半并关闭了许多地方机构。高价格和普遍的混乱造成了现行保单的大震动，到 1977 年底保单从 270 万减少到 150 万。这是一次翻天覆地的变化，但寻找三个价值问题的答案仍然是非常重要的。

公司为客户提供价值了吗

巴菲特意识到在政府雇员保险公司的风波背后，它仍然拥有良好的消费者基础。像美国运通和它在 60 年代的色拉油丑闻一样，公司面对发生的灾难并没有在实质上改变忠诚消费者对公司的印象。尽管政府雇员保险公司的客户基础被削弱了近一半，许多商业机会的丧失是因公司本身问题而发生——例如在不欢迎的州和高风险的领域。对于主要的客户，安全的司机通过信件购买，公司仍然提供便宜的保险和良好的服务。再投保率很高(现有保险客户的再次投保的比例)而且口碑也很好，因此当公司再次步入正轨时很容易恢复元气。总之，政府雇员保险公司在低成本汽车保险者中拥有的地位并没有改变。那些在 20 世纪 30 年代依靠经纪人和销售队伍的保险公司仍然依靠他们。尽管直接回映的营销方式明显比较节省成本，其他保险公司不想冒犯或从他们已有的分销渠道调拨人力。那些保险公司并不是不可能参与直接营销，但是他们并没有这样做，因为他们由官僚机构所控制并按照传统的方式进行竞争。同时，政府雇员保险公司的成本优势通过规模优势而加强。

管理层为公司提供价值了吗

现在的管理层实际上没有为公司提供价值。杰克·拜仁还未接受挑战。巴菲特安排与拜仁见面并在采取任何措施之前与他进行了几个小时的会谈。拜仁证实了巴菲特原有的观点：低成本的基础仍然保持。如果公司可以筹集新的资本并成功安抚监管者，一个强大的企业将会重现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰克·拜仁给巴菲特也留下了深刻的印象。他是一位杰出的保险专家并着手进行了使企业重焕生机的工作。他退出了不产生利润的保险品种和业务并减小了企业的规模以便可以集中力量于盈利部门。拜仁具有发现问题并发掘问题答案的勇气。

公司为股东提供价值了吗

公司几乎已经处于濒临倒闭的境地并已向一部分股东提出破产请求，但是正如60年代的美国运通和80年代的富国银行，巴菲特再次对他熟悉的行业运用了能够在逆境中崛起的条件。吉列、可口可乐、沃特·迪斯尼曾一直保持良好的经营回报，尽管他们的财富在华尔街也历经波动。而政府雇员保险公司却真正是快要破产了。

信息来源

对于1976年的首次投资来说，1975年的财务信息是绝对不够用的。收入是负值而且企业几乎资不抵债。像保险、租赁、银行以及石油天然气之类的企业往往需要专业知识，因为建立企业的真正资产或是在保险业里的负债的价值的时间是很长的。每年保险公司必须估计可能从新出售保单中所产生的赔付，并按经验重新估计以前年份的赔付概率。投资者比平常更受内幕人的控制。有些保险公司特别是由精算师控制的保险公司，在会计处理中十分保守，他们经常提供非同寻常的有利投资机会。这种情况在政府雇员保险公司却没有。

在本书第二章关于保险已经有很多阐述。需要再次点明的是保险在1976年已经成为伯克夏的最大主业，巴菲特对此也深为了解。他用两种方法来衡量保险公司。综合比率对每年的成本和收入作了比较。

综合比率＝估计的损失加费用×100/保险费收入

因为保险公司可以从保险费的浮存——投保人缴存的保险费减去赔付加上他们自己的资本——中获得收益，他们经常乐意接受超过100的综合比率，一种保险损失。政府雇员保险公司在历史上因其低成本优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均比率在100之下，从而获得承保利润。70年代同期的其他保险公司的费用占保险费收入之比几乎是政府雇员保险公司的两倍。

巴菲特使用的另一种比较方法是比较保险费收入或利润与浮存的比率。

承保利润＝保险成本＋(浮存×折现率)

即使是最简单的保险公司也包括三个部分。保险经营能提供利润或导致亏损，通过综合比率体现出来。如果保险业务出现损失，还可以用浮存的投资收益来平衡。承保利润方法反映出如果浮存仅仅投资于票面利率的结果—巴菲特用当年的长期国债比率进行折现。第三个部分是投资，一个好的投资经理可以获得超过国债收益率的回报。

投资收益＝浮存×可获得回报率

当时政府雇员保险公司没有特别的投资优势。然而，它在历史综合比率和承保利润表现上很有吸引力。为保持成本优势，公司将部分低支出以低价格方式返还给消费者。甚至在保持和巩固其成本优势的同时，公司一直将综合比率保持在97以下。在公司状态不佳的时候，公司仍然有5.75亿美元的保险费收入和6亿美元的投资。

检验你的理解力的问题

你了解人们为什么购买该公司的产品吗？

购买车辆保险是政府的强制要求，而目前越来越多的人拥有车辆。政府雇员保险公司在发现低成本客户方面具有优势，这些客户很多都成为忠诚的客户。

在10年里保险行业会发生哪些变化？

保险行业属于保守行业。除了储存资料的技术之外，几十年来变化很少。保险行业同时接受着政府严格的监管，很少人能够预测将来的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对管理层满意吗?

我们在这个例子里依靠巴菲特对拜仁所作的评价。我们已经看到他相信拜仁已经掌握了公司的问题。销售保险的一个很重要的管理技术是加强纪律。从事业务就像投资一样,没有人强迫你接受风险。大多数保险公司不大会在各时期大幅度的改变对风险的接受度。但现实世界总是不断地变化。法官提高了赔付金额或者经济陷入衰退,大多数保险公司试图规避经济周期的影响。像银行家一样,保险公司也总是随大流。如果某个市场条件恰好不错,每家保险公司都会争着抢着往里挤直到价格下降。市场上所有的保险公司曾一度都以同样的价格销售保单,希望着价格有一天会上涨。一家好的保险公司或者是有着自己原则的保险公司,只会销售他们相信会盈利的保单,并会在价格下降的时候减少销售量。巴菲特相信拜仁的果敢和获得股东、员工以及客户信任的能力。

有替代产品吗?

保险行业竞争十分激烈。几乎很少有公司可以长期保持自己产品和服务的特色。巴菲特在 1977 年描述他自己的保险事业时写道:价格是透明的,没有品牌、历史和政府保护可以提供永久的庇护。他强调管理水平是成功的关键因素。他经常地用两种方法公开评判他的保险经理——他们在销售保单时是否严守纪律,这反映着什么样的综合比率。巴菲特和曼格自己负责投资部门。政府雇员保险公司的纪律性很差,但是巴菲特相信拜仁将会恢复传统的挑剔性。竞争者难以模仿的是成本优势。分析家们经常要问的问题是为什么其他保险公司能让政府雇员保险公司保持这种优势。其他的公司也可以进入这个市场,但他们事实上并没有这样做。他们对代理销售员和经纪商的依赖以及对传统竞争者的考虑蒙蔽了他们的眼睛,看不到政府雇员保险公司的潜在优势。在 1975 年政府雇员保险公司跻身保险业的前 20 强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如我们在第五章看到的，在像零售和银行这样的行业，通过差异化获得的竞争优势很难保持，巴菲特更青睐于低成本的供应商。他经常使用的一种形象是企业堡垒周围的护城河。政府雇员保险公司建造了自己的护城河并通过自身的增长不断把它加深加广。经济优势并没有因其他部门的亏损遭受严重损害，这一点是非常重要的，起码护城河还在。

巴菲特更青睐于低成本的供应商。他经常使用的一种形象是企业堡垒周围的护城河。政府雇员保险公司建造了自己的护城河并通过自身的增长不断把它加深加广。

财务分析

投资于能够迅速好转的企业需要非常高的行业知识，对管理层的信任、证实企业在实质上仍然完好以及勇气。对企业最近的财务表现进行分析是无法令人满意的。所能构造的只有政府雇员保险公司剩余的资产和负债，以及打算在增加资本和严格管理后推出的产品等简单模型。

1975—1976 年公司的状况还很不明朗，因为成本一次性付出，执行中的成本节约计划和当时及以前的保险基金提取不足。在 1976 年的资产负债表上(见表 14-1)，资产超过 9 亿美元，6 亿美元被用作投资。当年公司收取了 5.75 亿美元的保险费收入，并赔付了 2600 万美元的损失。

表 14-1　　1976 年资产负债表

1976	百万美元
保险费收入	575.4
净投资收入	38.1
总收入	613.5
总利益和成本	639.9
营业收入	(26.4)
投资损益[1]	0.1
净收入[2]	(26.3)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注解：

1. 投资收益包括投资于证券的资本收益，如伯克夏的，在规模上是周期性和不确定的。政府雇员保险公司持有的股本和其他证券很少，而没有一个固定的期限，这部分利润可能会保持很小一部分。

2. 因为损失所以没有税务支出。

资本来源

像许多其他伯克夏的投资一样，政府雇员保险公司有非常便宜的资本来源，即它的浮存。伯克夏对此非常了解，因为它从1967年购买了国民赔偿公司之后就一直受益于这种便宜的浮存。如果政府雇员保险公司可以把综合比率恢复到100以下，整个浮存将没有成本。所有的销售利润将都是奖励。

> 像许多其他伯克夏的投资一样，政府雇员保险公司有非常便宜的资本来源，即它的浮存。

股本收益率

假设能够实现销售利润，重组后的政府雇员保险公司能赚多少呢？巴菲特必须假设现有投保人将不会退保。另一方面，他知道拜仁所实施的提价计划将会增加每张保单的利润。巴菲特已经了解到1976年保费的大致水平。然而，他必须估算保费将会下降多少。一种可靠的假设是丧失现有客户中的三分之一，从200万减少到133万人，保费收入为3.83亿美元，价格提升后大约为4.2亿美元。业务量的减少最终将把浮存由6亿美元减少到大约4.38亿美元(按保费收入成比例减少)。

依靠这些信息巴菲特便可以预测收益。以传统的1997的综合比率，4.2亿美元的保费收入将会产生1300万美元的承保利润。长期国债的年终收益率为8%，所以4.38亿美元浮存将至少产生3500万美元，税前总收入约为4800万美元。尽管如此政府雇员保险公司还需要缴税。巴菲特对可持续的股本收益率很感兴趣。保险税种很复杂，有许多豁免条件，但是一家典型的像政府雇员保险公司这样的保险公司可能需要缴付25%的收入税，税后利润约为3600万美元。

1975年末政府雇员保险公司的流通股为1800万，市值大约在5400

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元左右，长期负债为 4800 万美元。政府雇员保险公司计划再融资 7600 万美元以支持资产负债表，但是遭到一些投资银行的拒绝，因为他们认为公司已经无药可救。

政府雇员保险公司价值多少？

许多银行家、投资者和监管者认为公司不值一文。运用一些假设，我们可以魔法般的计算出重置价值。如果公司可以再融资 7600 万美元，弥补剩余亏损，保持营业执照并重新获得特许经营，我们测算公司可能获得税后 3600 万的利润。新资本的注入或多或少可以冲抵现存的债务成本。新的账面价值大约为 1.3 亿美元(5400 万加 7600 万美元)。

新的股本收益率为：

净收入/股东权益＝36/130＝28％

这是一个假设的数字，因为股本是变化无常的历史结果——巨额亏损可以使当年的股本收益率迅速提升(参见第十章)。我们无法在缺少资料的情况下计算 IP，IP 无论如何在保险行业也不是很合适。假设保费收入按每年 5％的速度增长，或者在第一年增长 2100 万美元。按假设的综合比率增加的销售利润将为 63 万美元。如果浮存同比例增长，多余的现金大约为 2190 万美元按 8％的收益率可以产生 175 万美元的额外投资收益。这笔税后收入将为 179 万美元。由于增加的浮存足够满足所有的资本需求，所以将没有必要保留这部分收入。通常的结论是保险公司一般创造 100 以下的综合比率，这使得他们获得大量的现金，很容易就能满足监管的要求，而无需增加资本投入。正如我们在第二章中所述，这也正是伯克夏·哈萨维公司对保险行业情有独钟的主要原因。

由于没有合适的股本收益率或 IP 指标，我们采用一种新的方法来估计重组后的政府雇员保险公司的内在价值。我们假定它总是能够获得保险收益的，这使得它的“浮存”实际上是免费的资金。扣除每年投资收益中 25％的税款后，4.38 亿的浮存相当于 3.29 亿的股东收益。再加上 1300 万的保险收益扣除税收后相当于 1000 亿的税后利润。我们按较低的乘数 10 来计算，其内在价值约为 4.29 亿美元。按照传统的市盈率概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念，这只相当于现在利润的12倍，当时许多私募或公开上市保险公司的市盈率均高于这一比例。由于无法估计IP或股本收益率，所以我们没有办法准确地计算出更高的比例。但是，该公司的现金积累特性及其隐含的特许权经营都说明我们的估计是保守的。

巴菲特作了什么

在重组前巴菲特就已经投资于该公司。他与伯恩会晤后，当即购买了50万股。伯克夏公司期间共投资了410万美元购买了该公司130万股份，相当于每股3.18美元。按这一价格计算，对该公司的投资成本和投资安全边际分别是：

3.18元/股×1800万股＝5720万美元投资成本

由于这一计算不应包括后来注入的7600万美元资金，所以

$$安全边际=\frac{4.29亿美元-7600万美元-5700万美元}{4.29亿美元-7600万美元}=84\%$$

很显然，产生不利情况的风险远远不及正面影响的作用大。但是，巴菲特和曼格曾经上百次地拒绝过这样的投资机会。我敢肯定，对他们而言，管理层的管理素质和竞争优势与数字同样重要。

由于伯克夏公司提供了部分分销，所罗门公司同意对这7600万美元进行包销，这包括以9.80美元的价格出售780万份可转换优先股。该优先股的股利为每股0.74美元(相当于7.5%)，而且可以选择在任何时间转换成两份普通股，相当于每股4.90美元。

政府雇员保险公司当时流通中普通股有3400万股。而本次融资的股价4.90美元。因此，新的投资安全边际是：

4.90元/股×3400万股＝1.67亿美元投资成本

$$安全边际=\frac{4.29亿美元-1.67亿美元}{4.29亿美元}=61\%$$

虽然投资安全边际降低了，但是由于公司的融资结构更为合理，所以公司在财务上的风险降低了。伯克夏斥资1940万美元买入了近200万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股增发的优先股。现在他拥有25%的优先股和相当于16%的普通股。

1979—1980年间的政府雇员保险公司

公司看起来更健康了。伯恩继续控制着公司的主要经营，而且兑现着他的各项承诺；当时有90%的业务是传统偏好的汽车保险；其中有90%的客户每年都续保。保险费收入在1977年暂时从5.75亿美元跌至4.63亿美元后，到1978年迅速回升至6.05亿美元。和1977年相比，1978年的保单数目并没有显著的变化，但是，定价策略有了质的飞跃。表14－2是几年的综合比率：

表14－2　　政府雇员保险公司综合比率表

单位：%	1978	1977	1976
损失率	80.8	84.4	98.2
费用率	14.9	14.8	12.4
综合比率	95.7	99.2	110.6

从1976年到1977年费用率大幅攀升的主要原因是保险费收入降低，最说明真实情况的是损失率大幅降低。当时的浮存资金超过了10亿美元。在两年间，增长了近三分之二，一方面是因为保险费收入提高，另一方面得益于留存收益。因此，投资收益也直线上升，达到6400万美元。过去亏损造成的未付税款必须补交，所以，根据名义上的全部税基计算如表14－3：

表14－3　　税基计算表

单位：百万美元	1978	1977	1976
保险费收入	605	464	575
净投资收益	63	41	38
其他	2	1	-
成本(包括税款)	(608)	(467)	(640)
净收益	62	38	(26)

注：未包括投资组合中的资本利得或损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如我们预期的，1976年公司有小幅的亏损，但这是在资本可以承受的范围内。虽然保险费收入的降低也在预料之中，但是由于价格上升带来的浮存资金即投资收益远远比预想的要多，而赔付准备金却比预想的要少。1978年的承保收益就仿佛是蛋糕上的樱桃，格外引人注目，当年的利润增长了50%。

1978年底，股东权益为2.23亿美元，股本收益率为28%。由于收益增长主要源于浮存资金的增加而不是依靠留存收益，所以我们没有理由认为这一数字会有所降低。虽然有一些针对留存收益的监管性要求，但政府雇员保险公司并不受此限制。按28%的股本收益率计算，政府雇员保险公司的内在价值为：

$$\frac{28\%}{(10\%)^2}\times 6200\text{ 万美元} = 17\text{ 亿美元}$$

1979年伯克夏将其持有的优先股转换成了普通股，还斥资480万美元买入了46.2万股普通股，相当于每股10.30美元的价钱。至此，持有的政府雇员保险公司的流通股约为3400万股，这次增资后政府雇员保险公司的投资成本和投资安全边际为：

$$10.30\text{ 美元/股}\times 3400\text{ 万股} = 3.5\text{ 亿美元}$$

$$\text{安全边际} = \frac{17\text{ 亿美元} - 3.5\text{ 亿美元}}{17\text{ 亿美元}} = 79\%$$

自从伯克夏公司最后一次买入政府雇员保险公司的股份后，该公司的股价上涨了两倍多，优秀的盈利能力以及稳固的资本基础使得巴菲特相信千载难逢的高安全边际出现了。这一切发生在一个最高市盈率仅为5—6倍的市场。你可能已经发觉巴菲特的首次投资是无法效仿的，因为他有很多内部途径。从上述的计算可以得到一个有趣的结论，通过资本注入你也可以获得相同的投资安全边际。

1979年的营业情况较为复杂。保险费收入增加了5%达到6.35亿美元，损失率降低了近2个百分点至79.1%。直接邮递和其他主要开支也都增加了，以抵消收入的增长。纳税后，净收益跌至6000万美元。但是，如果没有另一重要因素的影响，净收益可能会与保险费收入同幅度增长：利息支出从1978年的420万美元骤增至1979年的1020万美元。早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1979年政府雇员保险公司就开始回购普通股和优先股。它还充分利用重组后的信用度，增发了7330万美元票面利率为11%的无担保债券。公司用债券募集的资金以2090万美元回购了面值1870万美元的优先股，还购回了500万美元的普通股。到1979年末流通中普通股仅剩余2520万股，减少了26%。扣除投资损益和税收的因素，每股净收益增长了23%达到2.14美元。即使不考虑留存收益的变化，股东权益仍然从2.23亿美元降到了1.92亿美元。股本收益率则从28%上升至31%，如果按1979年的股东权益的平均余额计算，则股本收益率为29%。

由于收益略有下降，而股本收益率略有上升，所以我们可以较有把握地推算公司的内在价值不太可能高于前一年。让巴菲特和曼格印象深刻的是伯恩认为政府雇员保险公司多余的资本最好用于回购股份。还有别的选择吗？公司的经营是依靠自我融资。公司可以拥有更多的浮存资金，税前收益率可以达到10%—11%。或者它还可以收购其他的公司，市盈率会达到10—15倍，或者是6%—10%的收益率。他选择回购股份，就是投资于自己最熟悉的行业，他对投资的增值潜力充满信心——而且，公司目前的市盈率仅有6倍，原始投资收益率只有16%。

由于政府雇员保险公司的良好表现以及管理层的股份回购鼓励伯克夏公司在1980年进一步增加了1890万美元的投资。伯克夏公司以每股12.80美元的价格买入了147万股。1980年的投资成本和投资安全边际为：

12.80美元/股×2520万普通股=3.23亿美元

$$安全度=\frac{17亿美元-3.23亿美元}{17亿美元}=81\%$$

1980年政府雇员保险公司继续回购股份，到年底，伯克夏·哈萨维公司拥有该公司33%的股份。它总共投资了4710万美元，不考虑股利，已经获得了超过100%的利润。巴菲特在公司1980年的年报中注明4700万美元的投资使伯克夏公司从政府雇员保险公司获得了2000万美元的收益(相当于政府雇员保险公司净收益的三分之一)。通常要获得像这样拥有良好前景的收益，你至少需投资2亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996年的政府雇员保险公司

政府雇员保险公司继续着它的经营。它的经营逐渐渗透到了消费信贷、再保险和其他业务领域,但是它的核心市场始终是汽车驾驶员。1995年,它的保险费收益达到27.87亿美元,相当于从1979年起以年均9.1%的复利增长。现在它已经是美国第七大汽车保险公司,而且仍旧是最棒的保险公司之一;1995年它的综合比率是96.7,在80年代和90年代期间,一直维持在97左右。

政府雇员保险公司继续着它的经营。它的经营逐渐渗透到了消费信贷、再保险和其他业务领域,但是它的核心市场始终是汽车驾驶员。

浮存资金达到30亿美元,但包括股东资金在内全部投资是50亿美元。可能最大的变化就是它的"第三业务",即它如何投资它的现金。和70年代大部分保险公司一样,政府雇员保险公司毫不迟疑地持有大量的中长期债券。这些债券很容易受到通货膨胀和70年代利率上升——利率几乎上升了一倍——的影响,许多投资组合蒙受了巨大的损失。虽然持有到期可能会避免这些损失,但是为了支付保险赔偿,大部分债券不得不被提前卖掉,所以变成了实际的损失。这些投资组合能够保持原值就已经很不错了。政府雇员保险公司却有更好的选择。如果它的综合比率保持在100以下,它就可以保留部分浮存资金用于长期投资,获得更好的收益。

巴菲特热衷于按格雷罕姆的方法改善管理。1979年他帮助杰克·伯恩招募了一位新的投资主管,名叫罗·辛普森,他还经常对辛普森及其雇员灌输价值理念。主题是:如何只投资50美分,却获得1美元的回报。辛普森吸收了这些理念。为了满足监管和经营的需要,政府雇员保险公司的投资组合中仍然保留了大比例的固定收益债券,但是平均期限却大大缩短:1980年,期限超过10年的债券占59%;到1995年只有8%。专长于股票投资的罗·辛普森被巴菲特形容为保险行业中优秀的投资人。巴菲特现在任命辛普森为他

巴菲特热衷于按格雷罕姆的方法改善管理。1979年他帮助杰克·伯恩招募了一位新的投资主管,名叫罗·辛普森,他还经常对辛普森及其雇员灌输价值理念。主题是:如何只投资50美分,却获得1美元的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的继任人，专门负责伯克夏公司对上市公司的投资。

1995 年政府雇员保险公司价值多少？

1995 年的承保收益是 9200 万美元。公司正在定夺是否要退出某些业务领域，特别是对房屋所有者的保险。和以前一样，政府雇员保险公司努力重新专注于它的核心业务。因此，目前的承保收益很可能没有达到仅专注于汽车保险所能取得的承保收益。净投资收益是 2.27 亿美元。如果不考虑投资收益，扣除 3400 万美元的利息支出和税收后，净收益为 2.35 亿美元。资产负债表上的投资余额为 50 亿美元，其他资产为 10 亿美元，负债为 40 亿美元，主要是赔付准备金和一些借款。股东权益达到 19 亿美元，主要是由于 1995 年有大量的未实现投资收益。除此之外的股东权益约为 15 亿美元。按 15 亿的股东权益计算，股本收益率只有 16%，这一收益率虽然不错但似乎没有我们预想的好。原因与第二章中计算伯克夏公司价值时的原因一样。由于公司的投资组合大部分是相对低收益的债券，所以投资收益较低。同样的，股票投资只有股息股利反映在报表上。与伯克夏公司一样，公司投资对象的留存收益也没有反映在损益表上，而这些留存收益最终会反映为公司投资的资本利得。这些类型的公司收益是暂时的，而且很难反映在账上。

我们可以试着用另外一种方法来计算价值。政府雇员保险公司的承保收益是 9200 万美元，税后收益是 6900 万美元。我们假定这些业务的价值是 10.35 亿美元收益的 15 倍。由于公司的综合比率经常低于 100，所以投资的资金来源，包括浮存资金都是免费的。公司投资的 50 亿美元可以用多种方法估值，说其价值就是 50 亿美元还是比较有把握的（虽然这还要取决于所有者的税款）。所以我们初步猜想公司的价值是 60 亿美元。我们可以近似估计股本收益率。如果 50 亿美元全部以 10% 的名义贴现率进行投资，净收益是：

投资收益　　承保收益　　税收

[(50 亿美元 ×10%)+9200 万美元]×75% = 4.44 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股本收益率为$\frac{444}{1500}=30\%$

内在价值是$\frac{30\%}{(10\%)^2}\times 4.44$ 亿美元 = 133 亿美元

对于一个净值大部分是流动性投资的公司来说，这一内在价值太高了——60 亿美元是不是更合适呢？我们应该记住股本收益率计算公式的含义。政府雇员保险公司的各部门价值合计可能只有 60 亿美元，但它运用留存收益和浮存资金的能力在同业中无人可及。如果公司能够继续以每年 10% 的速度增长，它会获得更多的承保收益和浮存资金。所以，133 亿美元的价值是非常可能的。

直到 1996 年，政府雇员保险公司一直在回购自己的股票。伯克夏·哈萨维公司持有该公司 50% 以上的股份。1996 年初，伯克夏公司以 23 亿美元的价格买入了另外一半股份。

安全边际 = $\frac{133\text{ 亿美元} - 46\text{ 亿美元}}{133\text{ 亿美元}} = 65\%$

伯克夏公司的投资比政府雇员保险公司自己的投资余额 50 亿美元还低，我想这次收购活动一定会让本杰明·格雷罕姆满意的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练　习　题

1. 为什么综合比率低于100的财险公司具有商业上的优势？请举出三个理由。

讨论题

2. 网络会对政府雇员保险公司的竞争环境产生哪些影响?

3. 对政府雇员保险公司来说,最坏的可能是什么?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

吉列公司

伯克夏·哈萨维在1989年花6亿美元买进了吉列公司的可转换优先股,并在1991年将之转换为普通股。

公司背景

> 正如许多杰出的企业一样,吉列公司是由一位巨人般的人物金·吉列所创建。金·吉列是一位经营多种不相关事业的商人,他一直以来都在寻找一种可以凭之建立自己的财富的消费商品。

正如许多杰出的企业一样,吉列公司是由一位巨人般的人物金·吉列所创建。金·吉列是一位经营多种不相关事业的商人,他一直以来都在寻找一种可以凭之建立自己的财富的消费商品。1895年他发明了一次性剃须刀片,并在1901年与朋友联手创立了美国安全刀片公司,其产品于1903年首次上市。吉列的刀片迅速获得了成功,在1904年销售了近10万个单位,1905年在伦敦建立了自己的办公室。

公司于20世纪50年代易名为吉列,尽管其创办者已经卖出了原股份。当时,吉列已经是美国刀剃须刀及刀片领域的领头羊,并以其优质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的产品和广泛的广告与营销而著称。从那时到20世纪80年代，吉列公司继续投资于其主业，通过不断开发新产品而击败其竞争对手，并将其经营范围扩大到相关产品包括剃须泡沫和电动剃须刀，同时还买进了经营其他消费品的企业，如沃特满和配博钢笔。

1989 年的吉列公司

吉列的故事经过了两个阶段，其核心业务经营得一直很稳健，市场份额和利润因产品和良好的分销渠道而不断上涨。然而当时的华尔街还处在把稳定增长和资产负债结构保守的企业谴责为“成熟产业”的阶段。一些公司的觊觎者看中了这一市场并通过股票回购协议提高负债比率的高昂代价方式购买符合它们要求的公司。利息倍数在2年里从8倍降到了4倍之内。

公司为客户提供价值了吗？

吉列公司1988年经营情况如表15-1：

表 15-1　　1988 年吉列公司经营状况表

单位：%	销售量	利润
剃须刀及刀片	32	61
护肤及化妆品	28	14
文具用品	11	9
博朗	23	13
欧乐 B	6	3

吉列公司是世界上最大的文具销售商（钢笔、笔尖、圆珠笔和修正液），同时是在一些世界市场上销售化妆品和牙刷最多的厂商之一。一项无关的产业，汽油经营被停止了。当博朗分部推销几种品牌的家庭用具时，它的主要产品仍是以电动剃须刀为主。化妆及护肤品包括正保除臭剂，护发及护肤产品，同时还有剃须液和剃须后使用的护肤品。吉列公司因此仍然主要依靠剃须相关的产品为其提供大部分利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉列公司在20世纪20年代就成为世界上最成功的剃须品生产厂商，并在以后的时期内一直处于市场领导地位，这在消费品领域很少公司可以做到的。消费者对吉列提供的光滑剃须服务感到很满意，除非有明显的好处，他们是不愿意更换品牌的。吉列公司通过不断开发新产品来预防客户更换品牌。购买剃须刀的小小投资同时也是更换产品的一个重要障碍。

管理层为公司提供价值了吗?

科曼·莫克勒和他的团队自1976起掌管吉列公司。在退出无关行业的同时，他们重点投入三个领域。首先是在以客户为中心的产品开发方面保持竞争优势；其次是改善世界分销渠道，提高市场占有率；第三是严格控制流动资本、资本支出和费用。正如我们所看到的，他们在上述三个方面都取得了成功。沃伦巴菲特后来评价莫克勒同时具有诚实、勇敢、谦逊和超乎寻常的经营能力。

公司为股东提供价值了吗?

1978年投资100美元于吉列公司的股票，10年后就会得到828美元，大约折合每年以24%或2倍于可比股票指数的复利增长。收益在20世纪70年代相对比较平稳，利润和流通中股份也相对稳定。后来，有大约两年时间里，利润增长开始加速，公司又大量回购股票，使得每股净收益增长得更快。

信息来源

> 不管是男人或是女人都需要剃须——他们当然是需要用最好的和最经久耐用的产品——发展中国家的此类需求也在不断增长——将来也会像美国今天一样。

吉列公司是一家不需要介绍的企业。它拥有着剃须业里最著名的品牌，包括吉列、艾特拉、特拉克二代、博朗以及其他市场上的著名品牌。巴菲特经常说吉列公司所在的产业和企业的经济学是非常容易理解的。不管是男人或是女人都需要剃须——他们当然是需要用最好的和最经久耐用的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品——发展中国家的此类需求也在不断增长——将来也会像美国今天一样。

尽管吉列公司曾经被比作像可口可乐公司或瑞格雷公司那样长期占主导地位的特许经销商，但实际上它与他们很不相同。长期占主导地位的特许经销商都是依靠广告营销品牌和一流的分销渠道，但是可口可乐与瑞格雷基本上是继续生产他们在50年前就在生产的同样的产品，但如果吉列公司不是经常彻底地改造其生产线，可能它今天早已不存在了。

1988年公司的年报中证实了管理层上述三个目标的进展情况。产品创新达到很高的高度，在双锋旋转剃头技术和一次性刀片方面有明显的进展。一次性刀片在70年代由贝克引入，尽管它比传统剃须系统的边际利润率要低，但是吉列公司认识到进军这一市场在战略的需要，于是不久就完全占据了这一市场。

> 如果吉列公司不是经常彻底地改造其生产线，可能它今天早已不存在了。

像美国运通、可口可乐、麦当劳等伯克夏公司的投资一样，吉列公司也是首先占领国内市场并开始向国外扩张的美国企业。在美国的销售量4年里增长了29%，而在国外的销售和利润则更加可观，达到77%。同样重要的是，当毛利润率维持在58%左右的同时，营业利润率由15%增长到17%。四年来，销售增长、利润率扩大以及股票回购的共同作用使每股净收益翻了一番。

检验你的理解力的问题

你理解人们为什么购买吉列公司的产品吗？

“每天晚上睡觉时知道全世界有25亿的男士一早醒来就需要剃须，是一件令人愉悦的事情。”——巴菲特，福布斯杂志，1993。

人们购买吉列公司的剃须刀和刀片是为了剃掉胡须和其他体毛。尽管剃须并不是人们生来所需但是本世纪男士们每天剃须的习惯越来越流行，同时流行的还有注意卫生和个人修饰的习惯。吉列公司的其他产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管剃须并不是人们生来所需但是本世纪男士们每天剃须的习惯越来越流行，同时流行的还有注意卫生和个人修饰的习惯。吉列公司的其他产品——除臭剂、赭哩水、牙刷甚至眉笔几乎同时流行起来。

——除臭剂、赭哩水、牙刷甚至眉笔几乎同时流行起来。人们将继续使用剃须及其他将来的产品，不管是加强的安全剃须刀或是电动替代品，吉列预测人们的需求还会继续增加。

行业在未来10年里会变成什么样？

剃须纯属个人需要，消费者将在合理价格内需要最好和最安全的产品。前面我们也已提到，发明一种新产品并几十年不变的使用同一种产品是不现实的。管理层决定用创新或仿效竞争对手的创新来满足市场需要并主导整个市场。吉列公司拥有全世界最好的分销渠道，所以毫无疑问地将把其扩展到快速增长的海外市场。

你对管理层满意吗？

管理层决定用创新或仿效竞争对手的创新来满足市场需要并主导整个市场。

莫克勒和其他主要负责人已经通过集中力量于产品创新、改善分销渠道和加强市场营销和成本控制证明了他们了解客户的动态。他们进行了少量的相关并购并出售了无关及不产生利润的部分。他们对股东的态度在80年代的代理权战争得到验证。

绿衣和白衣骑士

尽管吉列公司的基本面比历史上任何时间都强大，但是它的股价却处于呆滞时期。市盈率在10与20之间波动，大部分时间停留在15的水平上。公司举债不多因此成为80年代企业购并者的良好猎物。以高额垃圾债券或银行借款为支撑，像瑞韦伦这样的公司或KKR那样的基金都在寻找低价而且负债率不高的公司。他们坚持的理论是像吉列这样高现金流入的公司可以很快偿还并购所需要的债务，特别是通过降低成本和延迟开发费用的手段。并不是所有的购并者都想实现全额控股。有时并购威胁本身就可以使在任的管理层同意购并者的条件。有时收购者在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求一笔费用之后把手中的股票再卖回给企业(和平敲诈)或卖给善意投资者(白衣骑士)。

1988年吉列公司的管理层共经历了4次这样的挑战。在最后两次吉列大约买进了13亿美元的股票以驱逐入侵者并把企业负债率提高到其他高负债并购者不感兴趣的水平。许多企业都是这样保护管理层的职位。巴菲特对吉列案例以及其他很多如所罗门公司、美国航空以及冠军公司的看法是,入侵者是打算以低价控制公司。公司的股东应该坚持持有手中的股票以待股价上涨到合理区间。巴菲特对管理层反击低价并购者和和平敲诈者的手段表示赞赏。有趣的是,反击入侵者的举债行为不仅成功抵御了入侵者同时也使原来的一些股东退出,1988年股价持续下跌。毫无疑问,这更加吸引了巴菲特。

有没有替代品?

实质上在剃须方面吉列没有替代品,从长期看人们越来越习惯使用吉列的产品来剃须。直接的竞争者包括史克(由沃纳—兰伯特拥有)、贝克和威尔金森·索德,他们在某类产品或国家都有占主导的产品。同时还有为超级市场、零售商和药店提供卫生用品的生产商,但是没有一家公司拥有吉列公司所占有的市场份额(大约是60%)、分销网络、品牌知名度和它的产品开发支出。

> 实质上有两种剃须的替代品,而不剃须的趋势从长期来看在下降。

财务分析

克尔曼·莫克勒在巴菲特对吉列公司感兴趣的时候已经当了10多年的主席和执行总裁。表15-2是他的经营业绩:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－2　　1979—1988 吉列公司经营状况表

百万美元	销售额	净收益	每股收益(美元)	净利息支出	长期债务	股东权益
1988	3581	269	2.45	101	1675	(85)
1987	3167	230	2.00	82	840	599
1986	2818	181*	1.42	47	915	461
1985	2400	160	1.29	48	436	898
1984	2289	160	1.29	35	443	791
1983	2183	146	1.19	33	278	757
1982	2239	135	1.11	46	293	721
1981	2334	124	1.03	63	259	720
1980	2315	124	1.03	50	280	717
1979	1985	111	0.92	29	249	648

* 特殊费用前

销售量增长了 80% 或平均每年 7%，净收益增长了更为可观的 142% 或每年 10%。股票回购使每股净收益增长了 166% 或每年 11%。这些增长率在最近的 5 年里明显加速——分别为每年 12%，14% 和令人羡慕的 17%。增长率在最后两年里甚至还要高。

表 15－3　　1988 年合并资产负债表

百万美元	
现金及等价物	175
应收账款	729
存货	653
固定资产	683
其他	355
无形资产	272
总资产	2868
负债	1961
应付款项	669
其他	323
总负债	2953
股东权益	(85)

吉列公司的资产负债表非常清晰(见表 15－3)。支持 36 亿美元销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售额的可预测的流动资本大约为 7 亿美元或者相当于 2 个月的销售额。其他较大的资产项目为固定资产、厂房和设备，大约价值 7 个亿，对于如此规模的厂商来说是非常低的。有一小部分是获取的商誉(从博郎和一些牙刷生产商的许可权)，但是不足以改变整个资产负债表的。

这张资产负债表中一个较大的异常之处是债务和股东权益的水平。阅读吉列公司最近 3 年的现金流动情况可以解释这一点(见表 15－4)：

可以缩减为以下格式：

表 15－4　　1986—1988 年现金流量表

百万美元	1988	1987	1986
主营业务收入	269	230	154
流动资本	(206)	(67)	(138)
资本支出	(189)	(147)	(199)
其他	43	111	26
折旧和摊销	141	126	108
股息	(95)	(85)	(86)
股票回购	(855)	(60)	(568)
现金流入	(892)	108	(703)

实质上，几乎所有净收益(未计提折旧和异常项目)都用于流动资本、资本支出和股利。对于吉列这样一家在生产领域里快速增长的企业来说是很不寻常的。资本支出相对于已有的厂房投资来说有些高，但是正如我们所看到的，吉列的资本投资产生了很高的回报，而且越多越好。整个运作中现金的作用基本上是中性的，这使得该水平的增长也很容易维持。明显的现金运用项目是股票回购。尽管每一次回购都是经过认真考虑的，但是吉列公司是无法继续在两到三年或更多时间里保持这个水平的回购。事实上，回购已经起到了一定的效果，使得公司股票对高负债的并购者失去了吸引力。吉列公司用债务代替了股权，但是实际的生产运营并没有受到影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15-5　　1986—1988 合并损益表

百万美元	1988	1987	1986
销售额	3581	3167	2818
毛利润	2094	1824	1634
营业利润	614	523	408
净利息支出	(101)	(82)	(47)
其他	(64)	(50)	(303)
税前收入	449	392	58
净收入	269	230	16
每股收益(美元)	2.45	2.00	0.12
			(特殊费用前为 1.42 美元)

我们已经考虑过产品组合。在地域分布上怎么样呢？见表 15-6。

表 15-6　　各年地域分布销售状况

百万美元	欧洲	拉丁美洲	其他	海外加总	美国	总数(减其他支出)
1988						
销售量	1467	378	485	2330	1251	3581
营业利润	228	102	83	412	230	613
1987						
销售量	1264	318	419	2001	1166	3167
营业利润	186	77	80	342	206	523
1986						
销售量	1030	307	381	1717	1101	2818
营业利润	123	67	63	253	183	408

注：上表利润减掉了特别支出，总额包括一部分成本。

尽管在美国的营业利润比在国外稍高一点，但它们都呈增长趋势——两年里在美国从 16.6% 增长到 18.4%，在国外从 14.7% 增长到 17.7%。最重要的趋势是销售额的增长，在两年里增长了 27%，主要是在国外。实际上，吉列公司是美国公司里分销网络最好的，在 28 个国家里有生产厂，销售更是遍布 200 个国家。吉列集团的四分之三的员工在美国之外工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们已经注意到费用控制相对销售增长之比。利息费用的迅速扩大是另一个有趣的因素。1988 年的 1.38 亿美元的应付款项尽管很低，但这是因为股票回购主要发生在下半年。第四季度的利息覆盖率在 4 倍以下。

所有者收益

吉列公司的例子说明了估计所有者收益是多么难。由于公司不断扩大，它在资本形成的同时又不断地吸收着自己所创造的资本。这虽然很寻常，但是如果公司将停止增长，那么对那些自由现金流相似的企业并没有借鉴意义。

资 本 来 源

吉列公司的资本支出和流动资本的增长与净收益或净收益加折旧相比较大。这是企业主营业务现金均衡的原因——但这是增长率的一个函数。厂房和流动资本的实际水平相对收入来说是低的。营运资产 14 亿美元(应收账款加存货和厂房减应付款项)创造利税股息前主营利润 6 亿美元，按 40% 的税率计算，回报率为 26%。这是非常引人注目的，显示出资产负债表无法反映的商誉价值——包括品牌、市场份额、分销渠道和产品开发能力。

固定资产的规模是非常小的：7 亿美元资产、厂房和设备创造了 36 亿美元的销售额和 6 亿美元的营业利润。这个令人印象深刻的比率很容易使人联想起资本密集型的企业。

吉列公司无法展示出自由现金流。更有趣的是它把剩余现金进行再投资的比率。如果一个企业被迫保留现金，不管是否增长，它很可能拥有一个低的资本收益率并将损害股东的价值。如果公司可以把资本用于增长，并获取高的资本回报，它可能会创造价值。在吉列的例子里，股东权益的增加把事情弄复杂了——我们无法在收益为负时计算股本收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此我们必须计算资本收益率(见表 15－7)。

表 15－7　　股本收益率

单位:百万美元	净收益	营业利润	股本权益	长期负债	平均总资本	平均股本收益率(%)	税后平均资本收益率(%)
1984	159	352	791	443	1135	21	19
1985	160	380	898	436	1284	19	18
1986	173	411	461	915	1355	25	18
1987	230	523	599	840	1408	44	22
1988	269	614	(83)	1675	1515	105	24

注释:最后一栏是营业利润减去 40% 的税后除以股东权益和长期负债得出的。

股本收益率的增长显示出可以仅仅通过提高负债比率熨平回报率。1984 和 1985 年获得一个 20% 左右的股本收益率是相当准确的,因为那些年里举债相对较少。而最近几年,税后平均资本收益率从 18%—19% 增长到 24%,这与我们所看到的资本被投向更高回报时的企业的表现是一致的。

那么公司的 IP 又怎样呢? 与资本收益率相同的,在股东权益减少时很难应用这种方法。不过,另一种方法却是可行的(见表 15－8):

表 15－8

百万美元	税后营业利润变化	总资本变化
1984	17	199
1985	14	100
1986	22	42
1987	69	63
1988	55	151
合计	177	555

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1984 年起到 1988 年吉列动用了 5.5 亿美元额外资本(长期债务加股权)。税后营业利润增长了 1.7 亿美元。因此,增加资本的回报率为 32%。

吉列公司价值多少?

1988 年,吉列公司的净收益为 2.9 亿美元。伯克夏·哈萨维在 1989 年 7 月进行了投资。第一个季度的营业结果略微上升,由于流通股的急剧减少使每股收益情况与以前持平/巴菲特可能不会假设有比 2.7 美元(1988 年的 2.45 加上 10%)更高的收益。经计算,1988 年全年的总资本收益率为 24%,新增资本的 IP 为 32%。巴菲特强调说真正的数字无关紧要,因为有一个很高的安全边际。假设按保守的 24% 估计,并假设收益还会增长,就足以实现这一目标。

所有定性指标都表明管理层在成功驾御着企业,市场份额独树一帜,国外的收益持续增长。吉列公司是资本的有效使用者,尤其是长期资产,并且可能有能力运用更多的大量现金获得超过 24% 的回报。商誉及其摊销数目不大,唯一负面因素是高额的债务使得公司有一些风险。

吉列公司是资本的有效使用者,尤其是长期资产,并且可能有能力运用更多的大量现金获得超过 24% 的回报。商誉及其摊销数目不大。

假设有一种答案,吉列公司的内在价值是多少呢?吉列可以使新资本获得保守估计的 24% 的回报。一般的公司进行再投资可能每年可以获得 10% 的回报率,因此吉列是一般公司的 2.4 倍。10% 收益率的债券或股票的市盈率为 10,吉列是 24,这样 1988 年末每股价格为 65 美元而 0.97 亿流通股的总价值为 63 亿美元。

巴菲特做了什么

1989 年,伯克夏投资于吉列公司、美国航空和冠军国际公司(纸张和木

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

材生产商)的可转换优先股。每一次购买都是采取私募方式,伯克夏都是作为白衣骑士参与,使管理层有一个缓冲期来重组股东的长期利益。伯克夏在1987年对所罗门做了同样的事情,把公司从瑞维纶的购并中解救下来,而且还在1991年帮助美国运通度过了难关。

由于每次发行方式不同,巴菲特坚持大部分价值来自于固定股息,而转换成优先股的选择权是小筹码。当然,巴菲特从不把长期债券看作一类,因为经常有通货膨胀的风险会降低它们的价值。伯克夏购买的每一种长期债券都有价格扭曲的现象——免税、折价销售或具有可转换特征——因此股票价格里总是包含着许多内在价值点。

吉列公司优先股股息为8%,当时的长期国债的收益率也是8%。由于安全边际如此之低,我们只能认为在这个例子里吉列公司优先股最有价值的部分是转换为普通股的选择权。伯克夏的确在很早的时候就行使了转换权把优先股转换成普通股,因此这种假设可能是正确的,当然这有点事后诸葛亮。如果吉列公司在这段时间里经营恶化,股价暴跌,伯克夏至少可以保存资本。6亿美元的投资立刻降低了公司的负债比率,把利息倍数拉回到6倍以上的安全区域。这实际上是一种假象,因为公司尽管不需要付这部分利息但是却要支付同等数额的股息。但重要的是公司对第一债权人来说风险降低了许多,伯克夏在股东中的出现会吓跑入侵者,因此减少了再次举债的需要。

让我们丢掉事后聪明,来看一下公司证券在原始状态和1991年转换后巴菲特可以卖掉普通股时的价值。

1989年伯克夏投资6亿美元于回报率为8.75%的固定收益证券。这种证券期限为10年,并可以按每股50美元的价格转换成普通股。由于其固定收益的特征只比国债高一点,所以它只比现金略微好一点。当然价值跌落的幅度已经被锁定。与1989年伯克夏投资的其他优先股不同,巴菲特和曼格对吉列公司的经济背景格外熟悉,并坚信股息会按期支付。我们已经计算出当时每股的内在价值为65美元,以每股50美元进行转换只提供了23%的安全边际。巴菲特的推理是由于可以确认锁定下跌损失,比平常较小的一个升幅是可以接受的。这是典型的一个巴菲特决策——在锁定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无损失状况下赢取一定的利润。

后来发生了什么

如果这算作一种赌博，巴菲特后来把它列为一次失败。不算股息，伯克夏的6亿美元在1997年末价值48亿美元，增值8倍。对巴菲特而言，失败的意思是说他过于聪明了！如果不是买入可以在50美元的价格转换的混合证券而是直接买进普通股，那么他付出的将不超过每股40美元。与我们所估算的65美元的内在价值相比，这种情况下将提供非常可观的38%的安全边际，并可以多买25%的股票：6亿美元按50美元1股折算只能买1200万股，而按每股40美元的价格却可以买1500万股。伯克夏将失去两年的优先股股息而得到较低的普通股股息，净损失约为7亿美元。而多买的3百万股如今可以值12亿美元。

如果这算作一种赌博，巴菲特后来把它列为一次失败。不算股息，伯克夏的6亿美元在1997年末价值48亿美元，增值8倍。对巴菲特而言，失败的意思是说他过于聪明了！

究竟发生了什么事情使股票价值上升这么多？吉列公司在更多地区以更高的利润卖出了更多的刀片、剃须刀、化妆品和钢笔。最近的情况见表15－9：

表15－9　　吉列公司销售状况表

百万美元	1988	1989	增长率(%)	1990	增长率(%)
销售额	3581	3819	7	4344	14
营业利润	614	664	8	773	16
每股收益	2.45	2.70	10	3.20	19

1989年伯克夏投资之后，吉列公司推出了传感剃须刀并很快在国内市场被作为最流行的剃须系统而迅速占领了市场。在刀片和剃须刀市场上的利润同样发生在博朗和欧乐身上，它们获得的利润率甚至更高。美国并不是一个成熟市场，但国外业务的增长却在加速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次决策

在1991年4月,吉列公司通知伯克夏可以转换普通股。当时的股票市价在70美元左右,因此可转换成的1200万股大约市值为8.4亿美元。不算已经收到的优先股的股息,账面利润为2.4亿美元。需要再做一次决策,是卖掉股票实现利润还是继续持有。这一次决策比第一次要容易。巴菲特和曼格对公司有了更深入的了解(巴菲特已进入了董事会),他们亲眼目睹了传感式剃须刀的成功和在其他部分的增长,对目前所部分拥有的股权十分满意,他们后来叫这种情况为“不可避免”——专指在投资期间销售额和收益将不可避免的增长的企业。

有了这种背景,他们不可能变现,但证实内在价值也在继续增长而且安全边际仍然存在是有用的。自从1988年以来公司没有进行过股票回购,由于减少了这种现金支出,伯克夏的6亿美元投资和净收入数字比资本支出增长得更快,这使长期负债在1990年末减少到10亿美元。1990年末股东权益仍然只有2.65亿美元,仍然不够计算可持续的股本收益率。1990年投资资本平均回报率达到了令人惊叹的38%。IP因1989年投资减少而没有增加。但是1988年和1990年投资的IP都在35%左右(见表15-10)。

表15-10

百万美元	税后营业利润	税后利润变化	总投资变化	IP(%)
1990	464	66	200	33
1989	398	30	(479)	-
1988	368	54	151	36

我们将使用更保守的35%作为可持续的投资回报率。按1990年每股收益3.2美元计算,每股内在价值为

$$3.20\times\frac{35\%}{(10\%)^2}=112(美元)$$

按当时70美元的市价,安全边际为38%(为转换价格的55%)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991—1997 年期间的吉列公司

1993 年吉列公司用 4.58 亿美元收购了派克笔。吉列品牌的一系列剃须用品投入了市场。1993 年出品的超级传感剃须刀以及 1996 年专门为女士设计的超级传感剃须用品更加巩固了公司在剃须业的领先地位。欧乐牌牙具,经过少量的并购和无数的新产品,始终保持着快速增长的势头。但刀片和剃须刀始终是最大的部分。

吉列公司的基本价值并没有改变。收入中不断增长的部分主要来自近 5 年开发的新产品和海外市场,在 1997 年这个比例分别是 49%和 63%。最大的变化是在1996 年末收购劲霸,世界上最大的铝电池生产商。当年劲霸税后利润为 4.5 亿美元,吉列公司用价值 110 亿美元的 1.1 亿新股进行了收购。吉列所得到的好处是一目了然的——拥有了另一家有着良好的创新记录的世界一流的消费者商品生产商。销售与分销成本可以降低,因为扩大的集团拥有着许多共同的消费者。劲霸在美国之外并不强大,因此吉列可以利用其全世界的网络销售其产品。这在合并初期就得到初步证实,劲霸的销售量和贡献度在 1997 年分别增长了 10%和 17%。

整个吉列集团的经营情况如表 15-11:

表 15-11　　吉列集团经营状况表

百万美元	销售额	净收入	每股收益(美元)	股东权益	股本收益率(%)	年末股价
1997	10062	1427	2.49	4871	29	100
1996	9689	1232	2.16	4471	27	78
1995	8834	1069	1.89	3879	28	52
1994	7935	919	1.64	3257	28	37
1993	7085	772	1.38	2582	30	30
1992	6752	676	1.24	2538	27	28
1991	6188	541	1.03	2134	25	28
1990	5709	388	0.73	607	64	16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注:以上数字是扣除费用前数字。收购劲霸在会计上采取了收购法。所有历史记录按劲霸早已属于记录吉列集团的方式记录。由于商誉的摊销净收入被低估。

伯克夏在1989年的6亿美元投资,不考虑股利,在1997年末价值48亿美元,平均每年大约有28%的回报率。

1998年吉列公司又推出了新的剃须产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练习题

1. 假设吉列公司用销售额的10%用于研究和开发，如果公司打算将这部分成本资本化，它在1988年的价值将变化多少？

2. 如果公司只需要一半的研究开发费用就可以获得同样结果，他的价值将变化多少？

讨论题

3. 假设吉列公司只销售刀片，而且这些刀片每过一个星期就需要更换，世界上30亿人口都买吉列的这种产品，而吉列销售每个刀片的净利润为10美分。总利润为多少？上述哪一种假设最不可能发生？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 假设吉列决定保留品牌而对所有其他业务进行收缩，只收取特许经营费。将会有哪些风险？它的供应商将会用什么方法提高谈判地位？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

迪斯尼公司

伯克夏·哈萨维公司在1977年到1980年间买入了大都会公司(Capital Cities)的股份,1978年到1979年期间买入了ABC公司的股份,1984年再次购入ABC公司的股份。1986年伯克夏公司大笔购入大都会公司股份,促成该公司收购了ABC公司。1996年,大都会公司、ABC与迪斯尼公司合并,伯克夏公司获得了一些股票和现金。当年,公司在市场上增加了对迪斯尼公司的投资。

公司背景

美国广播公司(ABC)

美国广播公司是从美洲广播电视技术公司和RCA公司中分拆出来的。后者同时拥有国家广播公司,在FCC的要求之下拆离其属下的网络。1943年爱德华·诺贝尔买下了美国广播公司。在其后的二十年里,由于缺少原创节目和具有很少当地的附属性电台,美国广播公司一直是三大广播网络中最弱的一个。1953年它和联合派拉蒙戏院合并后,开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理好莱坞的节目，而且逐渐在地方拥有了一些附属性的电视台，它的收视率逐渐好转。简而言之，它是 70 年代收视率最高的电视网络之一，从那之后一直维持在前三名。在 1984 年，它成功收购了最富盛名的体育频道，ESPN。

大都会公司

1954 年大都会公司在纽约州艾尔伯尼市的一个仅拥有一家电视台和一个广播电台的公司中成立。电视台的首任执行官是汤姆·墨菲，他推动着公司的成长，和他的合伙人丹·伯克一起，掀起了收购浪潮。经过近 30 次收购活动，他们拥有了一个汇集电视台、广播电台和报业的帝国。当他们在 1986 收购美国广播公司时，墨菲和伯克已经被公认为传媒行业最顶级和最严格的管理组合。

沃特·迪斯尼公司

迪斯尼的故事值得大书特书。他是一个动画家，拥有不太快乐，甚至悲惨的童年时代，所以将自己的毕生精力用于为孩子们创造一个完美的环境。1923 年，他和他的兄弟罗伊一起在好莱坞创办了一家工作室。沃特负责创作，而罗伊主要掌管财务，最初他们受了许多教训。他们将自己的第一个成功之作——幸运兔奥斯瓦尔德的版权分配给了分销商，可是很快就被剥夺了制作的权利，因为分销商们找到了更廉价的画家来继续他们的连环画。这在知识产权社会里是非常现实的。所以，当沃特创造出第二个人物时，他异常小心地保留着版权并仅以工作室的名义进行创作。这就是米老鼠，风靡整个二十世纪的卡通形象。

如果创作出的卡通形象获利丰厚，没有哪家工作室会倒闭。米老鼠受到了全世界的欢迎。由哥伦比亚公司在全球进行分销，但版权由迪斯尼公司保留，工作室在每个月都必须创作出新的卡通，以满足需求。沃特率先在好莱坞兴起了商品化。他出版了米老鼠系列丛书，将米老鼠的形象授权给一家辛迪加卡通公司、早餐麦片和一家著名的手表厂家。迪斯

> 如果创作出的卡通形象获利丰厚，没有哪家工作室会倒闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼兄弟发现他们一旦开始便永无止境。后来他们又创作出一个更为愤世嫉俗、也更为成功的卡通形象——唐老鸭和古菲，之后还不断创作出许多其他的卡通形象。

迪斯尼兄弟第二次伟大的创举是首部标准长度的影片——白雪公主和七个小矮人。创作期间曾超出了预算，罗伊连哄带骗才从美洲银行获得了接近 100 万美元的资金去完成它。电影获得了空前的成功，第一轮票房收入就达到了 850 万美元。迪斯尼公司在 1940 年首次公开发行，但直到 1966 年沃特死去一直面临着严重的财务风险。在 40 年代时，他曾经以工作室为抵押以获得足够的资金去创作新的卡通电影，但大部分都失败了。它有近二分之一的收入来自于海外，第二次世界大战的来临，进一步摧垮了这一行业。1948 年以后产生的 live－action 电影和 50 年代以后卡通在电视台少儿节目中的成功播出，及时地将迪斯尼公司从巨大的风险中挽救出来。

迪斯尼一直梦想着能够创造出一个属于家庭的地方，一个安全的避风港，一个充满欢乐的乐土。由于迪斯尼工作室拒绝为加州的迪斯尼乐园提供资金，他决定以私人的名义秘密进行这项工程。它耗资 1700 万美元，其中有三分之一由美国广播公司提供担保，在它 1955 年正式营业之前，它的前景就已经非常乐观了。赞助商们排起长队以期利用全国最受小朋友们欢迎的卡通形象来作广告，大部分的资本投入和运营成本提前收回了。迪斯尼工作室只好苦涩地注视着这项本应属于自己的成功，而沃特已经继续在规划他的迪斯尼世界了。

沃特死后，迪斯尼公司偏离了原来的业务重心。1971 年迪斯尼乐园对外开放后，获得了巨大的成功，同年，罗伊死去了，那一年，迪斯尼公司拍摄了一些非卡通影片，但电影发行收入迅速地枯竭，公司只能靠主题公园收入生存。罗伊的儿子，罗伊·E·迪斯尼，劝说产权开发商西德·巴斯 1984 年买入了大量小股东手中的股份，他们还招募到迈克尔·爱斯纳和法兰克·威尔斯搭挡成为全新的管

沃特死后，迪斯尼公司偏离了原来的业务重心。1971 年迪斯尼乐园对外开放后，获得了巨大的成功，同年，罗伊死去了，那一年，迪斯尼公司拍摄了一些非卡通影片，但电影发行收入迅速地枯竭，公司只能靠主题公园收入生存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理组合。爱斯纳和威尔斯意识到在迪斯尼神话城堡里还蕴藏着巨大的财富。到 1986 年，他们已经建成了迪斯尼影带图书馆，再次发行老影片，通过广告、提高门票价格和建造旅馆，振兴非卡通影片和电视节目，极大地提高了主题公园的收入。他们甚至还计划重建迪斯尼动画工作室。

1986 年的大都会公司

早在 60 年代，汤姆·墨菲和丹·伯克就意识到电视台和其他媒体行业拥有巴菲特形容的所谓的“特权”。它们的资本需求很小，相对来说不太容易受到竞争的威胁，与此同时，公众和广告商对它们的需求却日益增长，所以它们通常都拥有较强的定价能力。关于本地电视台的特点在第 17 章华盛顿邮报公司的案例中有详细的阐述。大都会公司拥有广泛的电视网络，排名很高，同时营运成本低廉。在过去的十几年里它一直在有选择地收购广播网络和出版公司，不过都是在价格合理的条件下。管理层在成本控制方面也很得力，仍然对购入的公司大开杀戒，因为他们知道员工不满意可能会要求替换管理层。到 1985 年，他们的公司每年净利为 1.5 亿美元，是十年前的 5 倍，而且是在资本负债率保持不变的情况下，其流通中股份还减少了 15%。从 70 年代开始，大都会公司的股本收益率一直保持在 20% 左右。如果不考虑股利，其股份的资本利得大约是 8 倍，或者说是每年 26%，绝对是出类拔萃。

1986 年上半年，大都会公司以 34 亿现金和少量的认股权证购入了美国广播公司。其资金来源包括它本身的 7.5 亿现金，13.5 亿的借款以及出售部分媒体公司和房地产的收入 7.88 亿美元。资金缺口是由伯克夏公司填补的，它耗资 5.18 亿美元买入了大都会公司 300 万股，即 19% 的新股，在当时这是全美国最大的一宗收购兼并案。大都会公司付出了相当于美国广播公司 1985 年净利 20 倍的价格，许多人都认为这宗生意太离谱了。

事实上，对大都会公司和伯克夏来说，这是一笔绝好的买卖。从战略上看，大都会公司获得了一个重要的分销渠道；从财务上看，即使不考虑兼并后的成本削减，这笔生意也是有利可图的。1985 年大都会公司和美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国广播公司的合并报表大致如表 16－1 所示：

表 16－1　　1985 年大都会公司与美国广播公司合并报表

单位：百万美元	
营业收入	4089
营业成本	(3371)
折旧	(93)
无形资产摊销	(55)
营业利润	570
净利息	(186)
税前利润	384
净利润	175
无形资产摊销前净利润	230

这里的计算还不够精确，因为里面考虑了兼并后节目播出权调整的因素。伯克夏付出了相当于 28 亿美元的价格，粗略计算一下，市盈率只有 12，这对一家股本收益率曾达到 20％处于高速增长型行业的公司来说是难能可贵的（见表 16－2）。

表 16－2　　1985、1994 合并报表对比表

单位：百万美元	1985	1994	年均增长率（％）
营业收入	4089	6379	5.1
营业成本	(3371)	(4968)	4.4
折旧	(93)	(109)	1.8
无形资产摊销	(55)	(63)	1.5
营业利润	570	1239	9.0
净利息	(186)	(34)	(20.8)
税前利润	384	1205	13.5
净利润	175	680	16.3
每股净收益（美元）	1.09	4.42	16.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大都会公司的收入总是维持着平稳的增长。它的诀窍在于降低支出。营业收入9%的年增长速度是非常可观的,如果再降低利息支出,那么每股收益率的数值就更喜人了。该公司一直有着大量的现金收入,用于偿还负债。另一个有趣的现象是折旧成本的增长较为缓慢,这说明资本性购建较少。

1995 年的迪斯尼公司

此时在迪斯尼公司,迈克尔·爱斯纳和法兰克·威尔斯已经充分发挥了他们的才干。迪斯尼公司的报表大致如表 16-3:

表 16-3　　迪斯尼损益表

单位:百万美元	1989	1995	年均增长率(%)
营业收入	4594	12112	17.5
营业利润	1229	2446	12.2
净利润	703	1380	11.9
每股净收益(美元)	1.27	2.60	12.7

迪斯尼公司的增长率看起来没有大都会公司吸引人,这主要是因为欧洲迪斯尼的影响。迪斯尼在美国和日本都有几十年成功管理迪斯尼主题乐园的经验。欧洲迪斯尼开放于1992年,相当于欧洲的迪斯尼乐园。建立欧洲迪斯尼是迪斯尼公司策略的有机发展。该工程的融资是通过一个表外项目安排的。迪斯尼持有49%的股份,剩余的股份由一些机构和私人投资者持有;迪斯尼公司作为第一付款人借入了大量款项。迪斯尼的收益除了股东回报以外,还有巨额的版税收入(royalty income)和管理费收入。这一安排综合了全资拥有、管理的美国迪斯尼和仅获得版税收入的日本迪斯尼的两方面特点。但是,欧洲迪斯尼并没有达到工程预期的目标,特别是在饭店入住率这一最重要的利润增长点方面。1994年进行了一次在各方面均有利于迪斯尼公司的债务重组——值得理解的是,

欧洲迪斯尼开放于1992年,相当于欧洲的迪斯尼乐园。建立欧洲迪斯尼是迪斯尼公司策略的有机发展。该工程的融资是通过一个表外项目安排的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行有意作出了让步，毕竟没有迪斯尼公司的支持，欧洲迪斯尼不可能走出困境。然而，投资造成的成本却是巨大，1993 年和 1994 年的投资分别达到了 5.15 亿美元和 1.1 亿美元之多（这些都仅仅是损益表的数字，现金成本更高）。欧洲迪斯尼逐步走上了正轨。这是一次谨慎的、以对迪斯尼公司而言风险最低的融资方式进行的产品延伸（product extension）。它在欧洲的竞争力很强，游客人数非常可观，而且还在逐年增长。

除此之外，迪斯尼公司还有其他方面的投资。

公司是否为顾客提供了价值？

美国运通公司为其客户提供了自我尊严感。可口可乐瓶包含了数百万人的渴望。迪斯尼公司远远超越了这些。它也在梦想上作文章，但是与其他大多数公司不同的是，它创造了梦想。70 年前，沃特·迪斯尼创作了一只会说话的老鼠，人们趋之所骛，看了一遍又一遍，还买下与此相关的商品，以留住他们和米老鼠之间的联系。今天孩子们无休止地播放着“阿拉丁”和“狮子王”的影碟。迪斯尼不是世界上唯一的娱乐公司。在这个由美国人主导的全球性行业中，英语和美国式的价值观几乎成为全球人类的共同追求，几十年来，组织庞大的好莱坞工作室一直维持着它们的霸权。即使如此，迪斯尼仍然有三方面的优势可以与它的老对手抗衡：

> 美国运通公司为其客户提供了自我尊严感。可口可乐瓶包含了数百万人的渴望。迪斯尼公司远远超越了这些。它也在梦想上作文章，但是与其他大多数公司不同的是，它创造了梦想。

1. 孩子们——它的产品对那些将满意度放在第一位的顾客有着巨大的吸引力。父母们信任迪斯尼的道德标准和价值观。如果你想寻求迪斯尼品牌价值的衡量尺度的话，不妨试试这个假想实验。你是一位父亲，正准备带全家人去一个多银幕的电影院，你的选择包括全价的迪斯尼电影，还有半价的其他电影。你会选哪个？对于创作和宣传费用合计可能超过 1 亿美元的电影发行来说，最主要的风险是无法预料哪部电影会有好的票房收入。迪斯尼公司却避免了这

> 如果你想寻求迪斯尼品牌价值的衡量尺度的话，不妨试试这个假想实验。你是一位父亲，正准备带全家人去一个多银幕的电影院，你的选择包括全价的迪斯尼电影，还有半价的其他电影。你会选哪个？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种风险。而且由于孩子们是其最主要的观众群,所以迪斯尼公司能以极低的成本将其产品推销给新的年轻一代。

2. 商标权——迪斯尼在为其卡通形象进行商标注册以维护其在商品化中的权益方面是先驱者。这是一项很有意思的行业。有哪一个行业可以让客户付钱去为厂商的产品作广告?所以,迪斯尼公司从带有白雪公主形象的每一支铅笔和每一个汉堡上都获得了收入,这些形象还进一步推销了这些卡通人物、卡通电影和迪斯尼的品牌。迪斯尼公司拥有世界上最多的人物形象商标。

3. 人才——迪斯尼公司重用那些优秀的动画作者、作家、作曲家和演员。每一个人的作用都是可替代的。正如我们所看到的,电影发行充满风险。降低风险的一个重要方法是雇用著名的演员。这提高了演员及其经纪人向电影制片人要价的砝码。这些收益大部分都转移给了这些人才。当你选择观看一部迪斯尼电影时,你不会太注重里面有哪个著名演员或是其他人物——质量很高但是具体的某个人并不重要。奶酪远没有整个蛋糕值钱。

迪斯尼公司在某一领域比可口可乐公司、吉列公司或华盛顿邮报集团都要薄弱。它的市场竞争异常激烈。华盛顿邮报在当地市场是唯一一家重要的日报。可口可乐和吉列的产品在全球无论是成本、质量还是产品认知度方面都几乎没有任何一个竞争者或新进入者可以替代。迪斯尼公司的品牌非常响亮,而且拥有任何一家娱乐公司无法触及的遗产(华纳有很多著名的人物,但没有一个持久的形象)。但迪斯尼公司并不是不可战胜的,因为别的工作室同样可以创作出孩子们喜欢的卡通电影或者其他类型电影。

管理层为公司提供价值了吗?

公司为股东提供价值了吗?

当然,爱斯纳和公司已经重新确定了主营方向。从60年代起,它们就连续发行了多部无人匹敌的卡通电影。公司很巧妙地控制了电影再发行的销售量,一方面是为了刺激需求,另一方面也是为了保证下次对新生代再发行时能够获得成功。自从迪斯尼商店模式在美国以及全世界获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功后,迪斯尼的商品化已经发展到了一个崭新的阶段。除了欧洲迪斯尼的模式还未被验证外,主题公司和其他旅游胜地均达到了预期目标:每一部电影放映或玩具销售都会创造出新的潜在参观者。当爱斯纳发现相对于需求旺盛的客户群来说公司拥有强有力的定价权,他增加了电影放映量同时也提高了价格(包括电影放映、饭店住宿和其他商品)。迪斯尼公司的电影频道是再次进入电视市场的有益尝试。

关于爱斯纳有些问题。威尔斯在 1994 年上半年的一次事故中死去,剩下爱斯纳独掌大权。公司大幅投资于实况电影和影带发行。这在财务上是有利可图的,但对迪斯尼公司的品牌和核心业务没有太大的帮助。新的管理层在十年间平均为股东提供了每年 28% 的回报率。相应的,股东也慷慨地赋予其极大的权力。爱斯纳拥有的股份和认股权相当于公司股份的 1.5%。认股权价值 1.7 亿美元,这使得他成为全世界最富有的雇员之一。

伯克夏·哈萨维公司先后投资了多个提供认股权的公开上市公司。事实上,所有的公开上市公司都有认股权,只不过迪斯尼公司的认股权特别慷慨。伯克夏公司自己从未发行过任何认股权。巴菲特和曼格更倾向于将物质补偿与管理层能够控制的因素联系起来,比如说销售量或者重要的计划指标。股价本身并不说明公司的价值或者前景,它们只是为你提供了根据自己对内在价值的判断在适当时间买入或卖出股份的机会。发行认股权就好像派发彩票,而彩票的奖金是由股东捐赠的。

信息来源

1995 年当伯克夏正在考虑是将其在大都会公司的股份换成迪斯尼公司的股票还是现金的时候,迪斯尼公司公布了当年的财务报表。公司比 60 年代时壮大了许多,但它的结构对沃特来说仍然是非常熟悉的(见表 16-4):

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人联系

1966年巴菲特合伙人公司付出近400百万美元买入迪斯尼公司近5%的股份。这是沃伦·巴菲特首次尝试去估计其资产负债表外的价值。他的研究不仅限于财务报表，还包括对迪斯尼乐园的实地参观，以及和沃伦·迪斯尼本人的会面。巴菲特和曼格对其电影图书馆给予了较高的评价，而这部分的价值并未反映在公司的市场价值中。一年后，巴菲特卖出了其持有的股份，快速实现了近50%的净收益。

表16－4　　迪斯尼公司1995年财务报表

单位：百万美元	部门		
	电影部	主题公园	消费者产品
营业收入	6002	3960	2151
营业利润	1074	861	511

虽然电影部不仅发行卡通电影，也拍摄真实电影以及电视节目，它仍然是整个公司的核心。它创造了内容——人物、情节、品牌——这些可以通过主题公司和商品化进一步开发。目前公司拥有六家主题公园和无数的饭店。在建的还有旅游船和一个全新的城镇，庆典镇。

娱乐业的竞争越来越激烈，但迪斯尼公司仍然傲视群雄。它的卡通电影和家庭节目是大部分英语世界国家的首选，它的旅游度假地和主题公司是很多旅游者的首选之地。

检验你的理解力的问题

你是否理解人们为什么购买该公司的产品呢？

看看那些正在观看迪斯尼录影带的孩子们。再看看你自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来十年里公司会有什么样的变化?

迪斯尼公司的价值是没有时间限制的,是全球性的。技术水平在前进,但迪斯尼公司在动画制作方面一直领先于潮流。在销售渠道方面可能会有来自卫星、光缆、计算机和其他新媒体的挑战。酒香不怕巷子深。

你对管理层满意吗?

迪斯尼公司在爱斯纳、威尔斯和其他的新管理层手中发扬光大。影带发行、迪斯尼商店和更广泛的生产品种等方面所取得的进步来源于更激进的定价策略和标准化营销策略(cannier marketing)。爱斯纳自己是领导者、控制者和发明家的完美组合。问题在于他的价值是否应该得到如此高昂的收入。他在公司中掌有大权。他的影响力随着公司引进几位独立董事得以增强,因为这些独立董事与爱斯纳或公司都有着个人或商业上的联系。

财 务 分 析

迪斯尼正准备收购大都会公司或美国广播公司,该公司的规模相当于迪斯尼公司的一半。为了理解巴菲特当时的决策过程,我们必须分别考察迪斯尼公司自身和收购后的集团的财务情况(见表 16-5)。

表 16-5　　1994 年和 1995 年的合并财务报表

单位:百万美元	1995	1994
现金和投资	1943	1510
应收账款	1793	1671
存货	824	668
电影和电视节目[1]	2099	1596
不动产	6723	6445
其他	1224	937
资产合计	14606	12826
应付账款	2843	2475
负债	2984	2937
税款[2]	1267	1206
未实现收益[3]	861	700
负债合计	7955	7318
所有者权益	6651	5508

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注：

1. 电影图书馆不记入资产负债表的日子已经一去不返了，但是如果将电影和电视节目的制作成本与不动产成本比较的话，电影和电视节目的价值就值得商榷了。不动产的成本虽然大得多，但它可以作为抵押物贷款，所以更有价值。公司要将电影的制作成本资本化，在会计账务处理上有些困难。实际上，产品在发行前一直是以成本反映在报表上；而且，成本列支与当期实际产出占预期总产出的比例相当。最大的风险是管理层高估了总产出，造成剩余成本变成实际损失。值得欣慰的是，资本化成本看起来较低。报表附注同时说明了87%的未摊销制作成本很可能在未来3年内全部摊销。电影图书馆中的大部分影片的生命都长于这一周期。

2. 主题公园投资产生了大量的递延税款。由于主题公园、旅游地和其他项目的持续发展，递延税款会比较稳定。

3. 迪斯尼从东京迪斯尼乐园和其他版权合伙商处得到了大量的现金，这些现金收益在整个版权协议期间分摊。

资本来源

公司的股东权益有67亿美元，其年收入达到121亿美元，净收益为12亿美元。很明显，许多因素——如电影电视节目相对低投资、递延税款和未实现收益——均是重要的免费资本来源。但是，更重要的是，这是迪斯尼公司。作为迪斯尼公司意味着人们愿意为它的电影、影带、光缆频道、商品和主题公园付高价。

股本收益率

最近的报表见表16－6：

表16－6　　股 本 收 益 率

单位：百万美元	净收益	平均每位股东的权益	股本收益率(%)	IP(%)
1992	817	4288	19.1	
1993	888	4868	18.2	12.2
1994	1110	5269	21.1	55.4
1995	1380	6080	22.7	33.3

兼　并

大都会公司的流通中股份共计1.539亿股。迪斯尼提出了以迪斯尼公司的股份外加每股65美元的价格交换大都会公司的股份。大都会公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东还可以有条件地选择全部要迪斯尼公司的股份或现金。当时，迪斯尼的股价是 58 美元，整个兼并的总价值为 190 亿美元。大都会公司 1995 年前 9 个月经非常规成本和无形资产摊销调整后的盈利为 5.73 亿美元。按照简单平均的方法，全年净收益相当于 7.64 亿美元。与 190 亿的价格相比，则市盈率为 24.9。虽然大都会公司现在的股本收益率只有 17%，但其 IP 的历史最好水平是 20%。无论从哪方面来衡量，24.9 倍的市盈率都远远超出了公平价值。因此，要选择现金，巴菲特必须为该价格找到合理的依据。

他没有。所以他选择只要迪斯尼公司的股份，而且在兼并后他还在市场上买入了更多的迪斯尼股份。为什么？最重要的原因是战术上的。巴菲特、爱斯纳和墨菲都知道迪斯尼是美国最领先的内容提供商。有着广泛的网络和光缆的大都会公司是一流的销售商。两者的结合将会创造无穷的价值。巴菲特很罕见地扮演了一次婚姻介绍人的角色，向两公司的管理层引入了这些理念。

当然，这项交易必须在财务上也是可行的。大都会公司的股东选择股份或现金对合并后公司的资本结构有着决定性的影响。合并也会带来一些成本节约和其他无法量化的收益。如果将两公司的营业利润简单相加的话，其 1995 年付息前的利润会达到 35.43 亿美元。迪斯尼公司在收购前有 10.4 亿美元的负债，而大都会公司则有 7 亿美元的现金。我们可以设想两种情景。两种情景都忽略了无形资产摊销，而且保守地假设利率为 10%，税率为 35%。

1. 如果大都会公司的股东都选择现金会怎样？

那么会有 193 亿的负债，而迪斯尼公司的流通中股份会维持在 5.248 亿股，没有增加。损益表如表 16－7。

表 16－7　　损　益　表

单位：百万美元	
营业利润	3543
应付利息	(1930)
税前利润	1613
净利润	1048
每股净收益(美元)	2.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如果大都会公司的股东选择以迪斯尼公司的股份外加 65 美元会怎样?

由于大都会公司的流通中股份为 1.539 亿股,所以,迪斯尼公司的流通中股份会增加为 6.787 亿股,而负债仅为 103 亿美元(见表 16－8):

表 16－8　　损　益　表

单位:百万美元	
营业利润	3543
应付利息	(1030)
税前利润	2513
净利润	1633
每股净收益(美元)	2.41

伯克夏拥有 2000 万股大都会公司股份。它选择以股份交换手中的大都会公司股份,由于这有税收上的收益,所以它相信别人也会这样选择。所以,方案 2 的可能性较大。伯克夏公司将获得 2000 万股迪斯尼公司的股份,相当于合并后公司 2.95% 的股份,以及 13 亿现金。

巴菲特认为在股票交换的收购活动中财务方面最重要的因素是出售股份的股东可以至少获得与他们的付出相等的价值。伯克夏放弃了在大都会公司 13% 的股份(它已经将原始的 19% 股份出售了一些)以换取在迪斯尼公司 2.95% 的股份和一些现金。我们已经看到大都会公司每年的净收益是 7.64 亿美元,股本收益率(或 IP)大约在 17%—20% 之间。关于其内在价值的最乐观估计为 153 亿美元。伯克夏公司 13% 的股份价值约为 20 亿美元。迪斯尼公司的股本收益率(或 IP)约为 23%—33%。假定取其较低的股本收益率(或 IP),按照方案 2 中合并后的公司净收益计算,其内在价值达到 376 亿美元。伯克夏公司 2.95% 的股份价值约为 11 亿美元。再加上得到的 13 亿现金,则伯克夏公司在本次交易中获得的总价值是 24 亿美元。即使不考虑兼并后的其他收益,这也超过了现在 20 亿美元的价值。

> 巴菲特认为在股票交换的收购活动中财务方面最重要的因素是出售股份的股东可以至少获得与他们的付出相等的价值。

伯克夏公司在 1996 年上半年又在市场上买入了 460 万股迪斯尼公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的股份。买入价格不太清楚，大约在每股 50—60 美元之间，则合并后的公司价值约为 340—410 亿美元，这与其同在价值非常接近。毋用置疑，巴菲特促成了这次兼并，因为他从双方都获得了巨额的合并效益。在这一案例中，安全边际来源于这些预期的但却无法量化的因素。

后来发生了什么

事实上，大都会公司的股东们确定选择了迪斯尼公司的股份，经过几次增发和回购，迪斯尼公司的流通中股份达到 6.71 亿股。如果考虑一些非常规项和商誉摊销的话，迪斯尼公司的报表如表 16－9 所示：

表 16－9　　损　益　表

单位：百万美元	1997	1996	1995
营业收入	22473	18739	12151
营业利润	4384	3325	2227
应付利息	(693)	(438)	(110)
税前利润	3691	2887	2117
净收益	2399	1877	1376
每股净收益(美元)	3.49	3.03	2.60

1997 年是兼并年度。这解释了为什么 1996 年的营业利润会低于预期。按 1996 年 35 亿美元的营业利润计算，1997 年营业利润增长为 44 亿美元是非常可观的。平均每个部门的营业利润增长了 15%—25%。与我们预期的差异主要是利息成本。6%—7%的利率远低于我们假定的 10%的利率，这一项就增加了 30%的净收益。

与他在其他一些重要投资一样，巴菲特在 1997 年削减了对迪斯尼公司的投资，卖出了约 300 万股份。剩余的 2160 万股份价值 21 亿美元，即每股 99 美元。如果不考虑股利，这相当于市场价值按年均 28%速度增长。伯克夏早在 1986 年以 17 美元的除权价格买入了大都会公司的股份。它们现在的价值是 99 美元，而且还产生了 65 美元的现金。如果不考虑股利，这相当于获得了年均 21%的资本利得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练 习 题

1. 如果只考虑到1995年，巴菲特是否会保留其在1966年购入的股份？假定没有增长股份，也不考虑股利。

2. 在同样的条件下，如果在1995年要获得相同的年均收益率，迪斯尼必须在1923年进行多少投资？

讨论题

3. 迪斯尼公司和可口可乐公司共有的特征是什么？它们又有哪些不同呢？

4. 你认为迪斯尼应该坚持以家庭娱乐为主吗？这样做的风险有哪些？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

华盛顿邮报公司

1973 年，伯克夏·哈萨维公司以总价 1060 万美元购入了 467250 股华盛顿邮报公司的“B”股。

公司背景

华盛顿邮报于 1877 年首次在华盛顿特区发行。它建立伊始便以其直率的编辑风格迅速发展起来。在其后的 50 年间，它一直由几个所有者共同所有，其中大部分人是政治家。但是很快，派系斗争大大影响了它的声誉，甚至险些被轰出报业市场。直到 1933 年，银行家休琴·梅耶出资 82.5 万美元购入后，华盛顿邮报才重现生机。通过花重金聘用许多优秀的记者和编辑，梅耶才艰难地重建了华盛顿邮报的声誉。华盛顿特区的报业竞争异常激烈，但华盛顿邮报还是逐渐赢得了固定的读者和广告，获得了盈利。梅耶自己则重返政坛，并最终成为美国联邦储备系统的主席。1948 年，他将华盛顿邮报交予女儿凯和她极富天赋的丈夫菲利浦·格雷罕姆共同经营。

格雷罕姆将华盛顿邮报打造成华盛顿地区最顶尖的报纸，竞争者纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷罕姆将华盛顿邮报打造成华盛顿地区最顶尖的报纸，竞争者纷纷落马。他还兼并了一家电台，当地的几家电视台，以及按周发行的新闻杂志《新闻周刊》。

纷落马。他还兼并了一家电台，当地的几家电视台，以及按周发行的新闻杂志《新闻周刊》。令人遗憾的是，在大萧条的压力下，格雷罕姆于1963年自杀而亡，凯继任成为出版商和董事会主席。凯将新闻周刊的本·布莱德利调任华盛顿邮报的主编后，她和她的编辑团队大力提拔工作认真、具有调查精神的记者，确保华盛顿邮报成为华盛顿最负盛名的报业，在全国、甚至全世界建立起了良好的声誉。该公司于1971年公开发行。

1973 年的华盛顿邮报公司

1973年时公司收入主要来源于三方面。一半的营业收入仍然来源于华盛顿邮报，四分之一来源于新闻周刊，剩余四分之一来源于它的广播部，包括一家电台和三家电视台。虽然公司的部分资产是收购而来，但它们本身都是经营良好的公司，所以我们很容易回答下述三个有关价值方面的问题。

公司为客户提供价值了吗?

一家城市日报和它的读者之间建立起了亲密的关系，因为报纸是读者们获知世界新闻和邻里新闻的渠道，是他们看待历史的窗口，是当地的公告牌。华盛顿邮报有着世界闻名的高质量政治新闻记者，这使得它可以很彻底地报道只有华盛顿人感兴趣的地区新闻。虽然当地还有一家较小的日报和广播电台提供新闻报道，但是对大多数读者来说，华盛顿邮报是不可缺少的。

华盛顿邮报有着世界闻名的高质量政治新闻记者，这使得它可以很彻底地报道只有华盛顿人感兴趣的地区新闻。虽然当地还有一家较小的日报和广播电台提供新闻报道，但是对大多数读者来说，华盛顿邮报是不可缺少的。

电视台的地位也很稳固，由于FCC条例的限制，它们的关联网络实际上在其所在的地区都享受了垄断利益（如哥伦比亚广播公司在华盛顿特区和佛罗里达州的杰克逊维尔市，美国广播公司在佛罗里达州的迈阿密市）。如果你在这些主要地区看电视的话，那么你看到的很可能是一家华盛顿邮报公司的电视台的节目。相比而言，《新闻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周刊》面临的竞争更为激烈，它一直在和《时代周刊》及《美国新闻》以及其他周刊争夺市场。尽管如此，新闻周刊仍然在同业中保持着领导地位，它拥有的读者群相当广泛，遍布 50 多个地区。很明显，《新闻周刊》要想继续保持竞争优势，它必须向全世界的读者提供更有吸引力的产品。

集团内的每个公司都有良好的品牌，它们拥有忠诚的核心客户群和独特的市场地位。

管理层是否为公司提供了价值?

凯·格雷罕姆在她的回忆录中动情地描述了其丈夫死后，她如何成为出版商和女商人。出于女性的忠诚本性和作为家族投资的精神领袖，她逐渐找到了门道。由于拥有世界一流的记者队伍，所以要保持杂志的质量并不是什么问题。集团的各个公司的盈利都不错。华盛顿邮报主宰了华盛顿特区的报业，电视网络系统也无人可及，新闻周刊则拥有坚实和有利可图的市场地位。格雷罕姆和她的团队在 30 年代拥有那个时代罕见的优良品质，并且身体力行。在华盛顿邮报集团正准备首次公开发行时，格雷罕姆不顾巨大的政治压力，仍然率先披露了五角大楼的文件及其后的水门事件调查结果。政治威胁并不总是说说而已(toothless)，尼克松总统指示 FCC 威胁要收回华盛顿邮报集团的广播执照。格雷罕姆一如既往，最终总统失败了。这件事充分表现了华盛顿邮报集团作为媒体的独立性，大大提高了集团的客户忠诚度。

政治威胁并不总是说说而已(toothless)，尼克松总统指示 FCC 威胁要收回华盛顿邮报集团的广播执照。格雷罕姆一如既往，最终总统失败了。这件事充分表现了华盛顿邮报集团作为媒体的独立性，大大提高了集团的客户忠诚度。

但是，从某种意义来说，格雷罕姆执掌后的前十年仍然有很多问题。在华盛顿邮报(以及其他报纸)对于是管理层还是工会在经营的问题上始终是争论不休的。西班牙式的传统(spanish customs)、冗员以及螺旋式上升的费用意味着报纸无法达到其潜在的盈利能力。华盛顿邮报的支出达到 1.12 亿美元，而利润仅为 1050 万美元。与此同时，成本更为节约的同业的利润会高出 50%——正如十年前的华盛顿邮报自己。还有一个问题是有关公司的公开上市发行。华盛顿邮报集团有负债，格雷罕姆还要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付巨额的遗产税，这就意味着有一部分募集资金是敏感性的期权（sensible option）。格雷罕姆也选择两种类型的股份。她直接控制大部分A股，这类股票拥有大部分投票权。B股的投票权很有限，但与A股享有同样的经济利益。这种股权结构在当时极为常见，因为家庭企业可以借此发行股票，同时避免失去对公司的控制权。然而，这种股权结构很容易被滥用，因为A股持有者可以保留特殊利益，即使对管理变得漫不经心，也不用担心股东采取任何行动。在华盛顿邮报集团这一方面并不明显，但管理层对成本的控制和管理的确很松懈。

公司是否为股东提供了价值?

华盛顿邮报集团拥有世界一流的媒体。虽然利润并不如预想的那样，但华盛顿邮报集团各项业务所拥有的战略价值使得即使是平凡的管理层也可以向股东提供丰厚的回报。华盛顿邮报集团于1971年6月首次发行B股，从此以后的18个月内，B股增长了近一倍。华盛顿邮报集团的业绩很好，股本收益率达到19%，而且人们相信它的收入还会持续上升。1973年，华盛顿邮报集团的股价下跌了近50%，华盛顿邮报集团的三项主要业务没有任何问题——但是，美国的股市崩溃了。

信息来源

个人联系

- 沃伦·巴菲特13岁时迁往华盛顿与其议员父亲居住在一起，他每天送华盛顿邮报和另外一份报纸，同时还接受报纸订单。在近4年多的时间里，他同时建立了5条送报路线，赚了5000多美元。这是他的投资基金最初的资金来源。
- 报业是他继承血统的组成部分。沃伦的父亲最初的职业就是内布拉斯加日报的编辑，他的外祖父曾拥有一家小型的周报社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如上面所示，沃伦·巴菲特对华盛顿邮报非常熟悉。正如美国运通公司、GEICO和可口可乐公司的案例所示，他总是重归熟悉的行业。除此之外，他一直都被出版业的机会所吸引。在1973年，他仍然深信古典的本·格雷罕姆法则，即内在价值和账面价值法则。1972年，查理·曼格劝说他收购了西尔斯巧克力公司，收购价是账面价值的三倍，这使他开始认识到商誉的重要性。资本不足但增长前景良好的公司如果定价合理的话也是有利可图的。西尔斯公司的前景源于其产品和服务的质量。巴菲特发现某些类型行业的客户依赖度（锁定度）更高。非管制型垄断是最理想的状态：但是这样的行业很少。次优的选择是特许权经营，这种经营可以对客户和供应商提出进攻性（aggressively）报价，与此同时驱逐潜在的竞争者。

报业正是这样一种行业。与英国不同，除了全国性日报以外，美国各地还有地区性的报纸。每个城镇都有自己的报纸甚至好几种报纸。巴菲特对此有亲身体验。伯克夏的首次收购对象就是当地的一家小杂志社，奥马哈太阳报。它是一家很好的杂志，但是这家杂志社却不能在不影响发行量的同时提高杂志价格。巴菲特作了以下计算（见表17－1）：

表17－1

年　份	拥有日报的城市数	拥有1家以上日报的城市数
1910	1207	689
1971	1511	37

太阳报是奥马哈市的第二大报业，不幸地是这却使得它的财务状况非常糟糕，不得不卖掉。巴菲特想要的是一家占据市场主导地位的报业。他的研究表明，主导地位的报会很快把竞争者驱逐出市场，这将赋予它定价能力。读者的依赖性意味着他们对价格的上涨没那么敏感。广告商也会被套牢。电视台是一种全国性的庞大媒体，广播电台的幅射范围过于分散。如果你在当地报纸上做广告，能够保证其达到的家庭比例很高。任何其他的媒体都不可能达到同样的效果。

> 新闻比率越高对读者的吸引度越大；渗透度越高，对广告商的吸引力越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特后来研究出几个核心指标用于衡量一家报业的效率：渗透率——即当地定期购买报纸的家庭占比——以及新闻比率——即整个版面中用于新闻的比例。新闻比率越高对读者的吸引度越大；渗透度越高，对广告商的吸引力越大。

现在我们并不知道华盛顿邮报的核心指标值，但我们相信巴菲特一定知道获得了这些指标。公司的年报中有很多有用的信息。当地并没有什么别的日报，但有一家名叫华盛顿星报的晚报，该报同时还有周日版，它的发行量只有华盛顿邮报的65%，和奥马哈太阳报的市场地位类似，这使它很难受益于广告或提高卖价。华盛顿邮报的发行量稳步上升，特别是广告商尤为青睐的周日版。华盛顿邮报的报价上涨幅度超过了通胀率，广告版持续扩大，每版广告的收入也快速增长。

华盛顿邮报集团很少公布电视台的业绩，而实际上它们的广告收入相当可观，达到了全国电视台广告收入的70%。随着每年越来越多的人拥有电视，花费越来越多的时间看电视，电视很快成为全国性广告商接触全美顾客的重要渠道。在过去10年间，拥有电视的家庭数翻了一番。全国共有三家主要的电视网络，它们每一家都依靠在当地的电视网络，这些本地电视网络在当地是近似垄断性的网络提供商。持续增长的观众群，带有垄断性特征的媒体吸引了大量的广告商，这些正是巴菲特所期望的特许权经营特征。

新闻周刊处在一个竞争性的市场，尤其是面对着时代周刊的竞争。但是，巴菲特仍然充满信心。因为，有关每周新闻的周刊总是有“很高的阅读率”，也就是说读者非常关注周刊的内容。在全美，甚至是全世界的发行使得他们可以依据不同的地区和读者群确定不同的内容和广告。由于90%以上的销售都是通过订阅完成的，所以能够将读者细分，这对广告商是很有价值的。新闻周刊的发行量持续上升，广告版也年年增加。正如它的姐妹报——华盛顿邮报那样，它的广告收入和发行收入每年增长10%。新闻周刊的市场份额也稳步上升。它还拥有一项华盛顿邮报集团的其他业务所不具有的特质——它的“游资(float)”。由于90%的发行量是通过预订的，这使得生产管理变得非常确定。而且预订使其获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的现金。华盛顿邮报集团的任何一项业务都不需要那么多的资本，新闻周刊的确是一个净资本提供者。

到现在看起来似乎所有的媒体都是有利可图的，但事实上只有占据主导地位的媒体才真正是香饽饽。其他替补性的报业都非常脆弱。广播电台可能也是这样。华盛顿邮报集团曾经拥有一家电台，但有关这家电台的信息很少，它的收入占华盛顿邮报总收入的比例还不到1%。由于没有经济上或管制上的限制，电台的竞争非常激烈。

> 到现在看起来似乎所有的媒体都是有利可图的，但事实上只有占据主导地位的媒体才真正是香饽饽。

检验你的理解力的问题

你是否真正明白人们为什么购买这种产品？

华盛顿邮报之所以能卖掉是因为这是华盛顿特区的人们了解他们所在地区和所处世界的最佳方式。广告商买广告版面是因为很少有其他渠道能够保证有这么多的醉人获得广告信息。电视台卖出广告时间是因为当公司想向全美推销产品时没有其他的更好选择。新闻杂志卖广告是因为它可以细分读者群，使广告商能够锁定促销目标，与此同时，读者很方便地得到了有关世界新闻的权威摘要。

未来10年这一公司会有什么样的变化？

如果华盛顿邮报的质量不下降，它就可以保持并增强其在华盛顿特区的主导地位，获得更多的发行量和广告收入。尼克松总统取消执照的威胁早在1973年就解除了，如果它们的执照可以续签的话——通常这只是一个形式而已——它们的广告份额就会增长，而不用额外增加投资。有线电视网络系统刚刚开始兴起，初始投资非常昂贵，而且渗透度很低，这对网络提供商可能是个威胁。新闻周刊在竞争激烈的市场中独树一帜。周刊虽然是个高度竞争的市场，但精心编辑的专题仍然会享有很高的成长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对管理层的表现满意吗？

凯·格雷罕姆是个意志坚强的人，她有一些充满天赋的助手。她的一些运作和资本结构方面的决策确定让人疑问重重，但她所经营的业务取得了很好的市场地位，并且还在不断地扩张。

有别的替代品吗？

人们可以舍弃报纸或关掉电视，但他们不会愿意这样做。广告商会找到其他接触消费者的渠道(有线网络、直接邮递、空中文字)，但当地的主要报纸或拥有网络的电视台仍然会是首选。新闻周刊有很多的替代品，但是不断增长的忠诚度和依赖度使得新闻周刊可以拥有自己独特的读者群——读者们可以选择其他的报纸但他们却更倾向于他们现在所拥有的。

财务分析

发行B股后，华盛顿邮报集团公布了以下的报表(见表17－2)：

表17－2　　损益表

百万美元	1973年	1972年
广告收入	188.5	166.1
发行收入	54.6	47.4
其他	3.9	4.3
全部收入	246.9	217.8
营业成本	(164.7)	(146.6)
销售和管理费用	(53.0)	(46.3)
折旧和分摊	(3.6)	(3.1)
全部成本	(221.3)	(196.0)
营业收入	25.7	21.8
净利息	0.1	(1.7)
投资收益	1.0	0.5
其他	(0.2)	(0.4)
税前利润	26.6	20.2
本期税收	(10.6)	(7.5)
递延税款	(2.7)	(2.7)
全部税收	(13.2)	(10.2)
净利润	13.3	10.0

注：1972年数据中扣除了小额的特别项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在经过 25 年后，我们很难取得当时的资产负债表数据，不过，我们可以粗略地重新估算出 1972 年的资产负债表（见表 17－3）。

表 17－3　　估算的 1972 年资产负债表

百万美元			
现金和投资	10	应付账款	20
应收账款	23	订阅款	15
存货	4		
不动产、工厂等	60	递延税款	12
商誉	67	长期负债	32
		所有者权誉	85

资本来源

按照当时会计准则的要求，商誉不能按期分摊。除机器设备外的有形资产须保持在最低限度。由于预订的销售方式，其净流动资产是负值，有少量的净负债。所以，华盛顿邮报集团的商业价值并非来源于较低的资产基础或其预订款收入，虽然它们都是正值。该集团的经济商誉主要来源于它的产品对读者、观众以及广告商的重要性。这一重要性即体现在它过去的业绩中，也体现为它的成长潜力和股本收益率。

> 华盛顿邮报集团的商业价值并非来源于较低的资产基础或其预订款收入，虽然它们都是正值。该集团的经济商誉主要来源于它的产品对读者、观众以及广告商的重要性。这一重要性即体现在它过去的业绩中，也体现为它的成长潜力和资本收益率。

股本收益率

根据估算的资产负债表以及 73 年的收益数据，我们可以计算出集团的股本收益率。这里需做两项调整。首先是商誉。商誉主要来源于电视台和新闻周刊。如果没有系列的资产负债表，我们很难计算出 IP，所以无法跨越计算商誉时通常会遇到的障碍。一个保守的假定方法是不对商誉做任何调整。由于商誉不按期分摊，所以也不用做其他调整。第二是税收。除了当期税款以外，华盛顿邮报集团在其报表中还提供了递延税款，会计附注中说明递延税款的产生主要是因为在计算税收时预订销售作为成本减掉了，并未反映在当年损益中。如果能够降低这些成本，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

递延税款就会变成应付款项了。实际上，由于预订销售单持续上升，这引起的活动会不断增多而不会减少。如果在将来的1973年经营活动产生的税款必须支付的话，通胀率会大大降低它的真实性。现金流证实近年来实际支付的税收从未超过税收准备，因此，我们可以合理地用扣除当前税收但包括递延税款的净收益来计算ROE，如下：

$$\text{股本收益率}=\frac{1600\text{ 万美元}\times(1973\text{ 年扣除当期税收后的净收益})}{8300\text{ 万美元}\times(1972\text{ 年的所有者权益})}=19\%$$

华盛顿邮报集团的价值是多少？

在此基础上，计算股本收益率的内在价值如下：

$$\frac{1600\text{ 万美元}}{(10\%)^2}\times 19\%=3.04\text{ 亿美元}$$

虽然这种计算方法很粗略，但值得安慰的是，1973年巴菲特收购该公司时并未使用ROE的分析方法。实际上，这次是他仅有的几次运用外部观点来证明自己的估价。用他的话说，这是一次很容易的投资决策——任何一个银行家，分析员、媒体经纪人或投资人都知道当时的华盛顿邮报集团至少价值4亿美元。这对那些不太熟悉媒体估价的人来说并没有太大帮助，不过他后来用一些数据进行了解释。

当时人们普遍认为，即使永远不追加资本，一流的媒体公司收益也能够达到6%的年增长速度，这就意味着收益是无风险的现金流。对一个按6%的速度增长的永续现金流的价值可按以下这个公认的方程式计算：

$$\text{内在价值}=\frac{\text{净收益}}{10\%-6\%}=25\times\text{净收益}$$

折现率（10%） 永续年金的增长率（6%）

按照这一计算公式，当华盛顿邮报集团的收益是1600万美元时，其内在价值是4亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特做了什么

对美国股市而言，1973 年是很糟糕的一年，股价平均下跌了 20%。而媒体业等一些待业的股价甚至跌得更多。伯克夏利用这一时机，花费 1060 万美元购买了 467150 股 B 股，平均每股价格 22.69 美元。如果考虑所有的股票和流动中的股权，那么流通中的普通股大约是 480 万股。所以，伯克夏获得了公司近 10% 的股权。

按巴菲特的内在价值数据计算，则

安全边际 =（4 亿 - 1.09 亿）/4 亿 = 73%

如果按我们计算的内在价值计算，则安全边际为 64%。

后来发生了什么

虽然巴菲特也曾参与 GEICO 和其他投资对象的经营，但华盛顿邮报集团大概是他的影响力最深的地方。他和凯·格雷罕姆成为了好朋友，他和凯的儿子，现在的主席多恩也共同渡过了很多时光。在 1975 年华盛顿邮报集团回购自己股票的时候，他的影响力首先表现了出来。

1975 年，格雷罕姆和工会展开了较量，经过长达四个半月的罢工，双方达成了自由工会协议。在此期间，报纸仍然出版简报。这对广告有一些影响，但几乎没有影响到发行量，这是特许经营权的又一次证明。1976 年的利润反弹明显，如果不考虑商誉分摊，扣除当年税款后的收益达到 2800 万美元，比 1973 年增长了 73%。

在伯克夏投资后的 25 年间，报业、杂志和电视台都发生了很多收购和兼并活动。华盛顿邮报集团也拥有了自己的有线网络、一家在线信息服务中心和其他一些新业务。在美国的大媒体公司里它可能是最爱对收购、兼并和多样化说“不”的公司。它的现金都被用来偿还负债和回购股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。华盛顿邮报的日报发行量稳步增长而周末版的发行量则获得了大幅的增长。报纸的价格和广告率也在提高,但其他方面都没有什么变化。

公司的收入仍然主要来源于广告和发行。从1973年开始,广告收入每年增长8%,发行收入每年增长10%,不考虑商誉分摊,营业利润每年增长12%,证明了其不断改善的利润状况,由于不愿持有负债,其净收益每年增长13%。现在,流通中的普通股达到近1100万股,而不是1973年的480万股,但主要是由于股票分拆。虽然在此期间也发行了部分股票,但由于回购了一些股票,等价的流通中股票实际上已大大降低,比1973年减少了近40%。所以,每股收益每年增长近16%。

今天,巴菲特和道格对媒体行业,特别是报纸的前景甚为悲观,他们在1977年花费3300万美元买入他们自己的报纸《野牛新闻》,到1977年它的净收益是3300万美元。虽然这些行业仍然享有低资本需求、忠诚客户群带来的经济利益,但特许经营利润显然有所降低。今天,人们更爱看电视,这个市场的竞争越来越激烈。虽然面临这些现实,巴菲特和曼格仍然是忠实的投资者,他们宣称永远不会卖出他们在华盛顿邮报集团的权益。

1997年华盛顿邮报集团的净收益是3.15亿美元,到1997年末伯克夏最初投资的1060万美元的价值是841亿美元,如果不考虑股利,则这相当于19%的收益增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练 习 题

1. 1997 年末的股东权益是 11.84 亿美元，在本案例的整个期间，IP 是多少？答案是不是很有意思？

2. 如果公司的每个行业都发生 6 个月的罢工，成本是 1 亿美元，但没有造成长期问题，价值会有变化吗？

讨论题

3. 巴菲特认为在过去的 20 年间，报纸的经济竞争力有所下降，你怎样看？

4. 今天在哪里还存在着传媒垄断？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

富国银行

伯克夏·哈萨维于1989年和1990年两次共计斥资2.894亿美元购入富国银行500万股普通股。1992年和1993年又再度斥资1.343亿美元买入该银行1791218股普遍股，1996年又耗资7410万美元买入500200股(见表18－1)：

表18－1　　伯克夏·哈萨维公司购入富国银行股票一览表

年份	购入股份	持有股份	当年购入成本(百万美元)	全部成本(百万美元)	每股成本(美元)	平均每股成本(美元)
1989－1990	5000000	5000000	289.4	289.4	57.89	57.89
1991	0	5000000	0	289.4		57.89
1992	1358418	6358418	91.6	381.0	67.43	59.92
1993	432800	6791218	42.7	423.7	98.66	62.39
1994	0	6791218	0	423.7		62.39
1995	0	6791218	0	423.7		62.39
1996	500200	7291418	74.1	497.8	148.14	68.27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司背景

Wells Fargo 在美国商界是一个响当当的名字。在 19 世纪 50 年代时，该公司因其公共马车业务闻名于世，到 20 世纪初分拆后成立了一家总部设在三藩市的盈利能力很好的银行。该公司和伯克夏的另一投资对象有着很有趣的联系，因为该公司的创建人，亨利·威尔斯和威廉姆斯·法戈曾共同效力于新组建的美国运通公司。

> 在 19 世纪 50 年代时，该公司因其公共马车业务闻名于世，到 20 世纪初分拆后成立了一家总部设在三藩市的盈利能力很好的银行。该公司和伯克夏的另一投资对象有着很有趣的联系，因为该公司的创建人，亨利·威尔斯和威廉姆斯·法戈曾共同效力于新组建的美国运通公司。

按照国际标准，美国的银行绝大多数是地区性的，包括为数众多的银行和储蓄贷款协会及信用协会。Wells Fargo 在 80 年代通过收购同地区的竞争者，克莱克和巴克利（加州）公司而逐渐发展壮大。

1989 年至 1990 年期间的富国银行

到 1989 年，富国银行已经成为美国公认的经营最好的银行之一。它的过人之处在于集合了良好、创新性的服务和低成本于一体。它在推出崭新的零售业务渠道方面领先于同业。通过引进更多的 ATM 机、电话银行和在线银行，延长了对客户服务的时间。同时，它控制着职工人数，保证全行的成本收益和资产收益率仍然是全行业中最好的。

> 到 1989 年，富国银行已经成为美国公认的经营最好的银行之一。它的过人之处在于集合了良好、创新性的服务和低成本于一体。它在推出崭新的零售业务渠道方面领先于同业。通过引进更多的 ATM 机、电话银行和在线银行，延长了对客户服务的时间。

资产收益率＝净收益/资产的平均余额

1990 年，加州经济开始步入衰退期，尤其是南加州地区，受到了“和平红利”的打击。冷战结束后，国防开支和航天支出大幅下降，而它们是加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其是南加州地区，受到了“和平红利”的打击。冷战结束后，国防开支和航天支出大幅下降，而它们是加州地区的两大支柱产业。

州地区的两大支柱产业。虽然富国银行的净收益未直接反映出这一影响。但是，所在地区的工业和消费支出的下降或衰退肯定会影响到富国银行的经营，其股价迅速下降了30%—40%。

富国银行为客户提供价值了吗?

富国银行进行了几次兼并，但是它的机构增长良好。由于银行的方便度提高，它成功地占据了较大的零售市场份额。它还提供了更多的退休金和与股权相连的储蓄产品，所以吸收了相当的储蓄存款。在商业贷款方面，它的专长是对大公司贷款，特别是高杠杆率贷款和不动产贷款。这方面可能会有一些问题，但总体来说，银行受益于高度专业化的专家和较低的经营成本。

管理层是否能够为公司提供价值?

巴菲特认为富国银行的主席兼CEO卡尔·瑞查特和总裁兼COO保罗·海仁是美国银行最棒的管理层组合。他说这令他想起“大都会公司”的汤姆·墨菲和丹·伯克的组合——这一直是他最欣赏的管理层。很明显，他们很有能力，合作得也很好。他们总是坚持从事自己所熟悉的业务，而不会为追求多样化而从事超出自己能力和理解范围的业务。按照巴菲特的理念，他们总是在经营的各个方面都坚持低成本运作。雇员成本是大多数银行最大的一项非利息支出，降低这项支出对银行极为重要。但是，像电话银行这样的非传统推销渠道的发展，使得银行在增加收入的同时，却不会增加昂贵的传统分支机构支出。从1984年到1989年期间，银行的净利息收入每年增长15%，非利息收入增长24%，而非利息支出仅增加了12%。实际上，成本管理在富国银行比在大都会公司要重要得多。电视台有垄断的性质，而银行业很少有这样的特许经营权。正如GEICO公司的案例所示，面对激烈的竞争，最好的自我保护方式就是维持成本领先的地位。

公司是否为股东提供了价值?

银行业具有周期性的性质，有时候银行的经营业绩也会受全国宏观经济周期的影响，甚至有时候他们自己也会出现经营困难。富国银行很好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地避免了这类问题，这应该归功于重点发展自己所擅长的业务领域。虽然 1987 年它的外汇业务头寸很高，但对欠发达国家的债权从来未对它构成像对纽约银行业那样的威胁。这家银行在很多指标上领先于同业，因为低成本和向客户交叉销售中间业务产品的能力使其资产收益率极高，另外，它的股本收益率(ROE)极好。当然，随着加州经济的萎缩，股票市场的感觉非常敏锐，也很正确，但问题是市场的反映是否过度了呢？

富国银行很好地避免了这类问题，这应该归功于重点发展自己所擅长的业务领域。虽然 1987 年它的外汇业务头寸很高，但对欠发达国家的债权从来未对它构成象对纽约银行业那样的威胁。

信息的来源

巴菲特一直是个银行怀疑论者，除去激烈的市场竞争和对突发事件偏好外，银行具有与生俱来的风险。要理解这一点，你必须把银行的收益分成三部分。银行按某一价格吸收存款，按更高的利率把这笔钱贷出去，同时为提供的金融服务收取费用。虽然从逻辑上说这些业务活动互不相干，但实际上它们是牵连在一起的。如果银行不能把钱用出去，那么银行也很难吸收到存款，如果他存贷款都作不了，更不可能从账户上获得手续费收入(有些聪明的银行可能仅仅提供咨询和其他服务来获得全部收入，但这实际上已经是同一根源下的另外一个行业)。存款利息支出和贷款利息收入之差就是银行的净利息收入，这往往是银行最主要的收益来源。这种划分的一个主要假定是以储蓄为主的存款人和借款人有着明显不同。通常，银行的借入款项会是股东权益的 10—20 倍，大多数存款人受到政府的存款保险，所以对这

银行按某一价格吸收存款，按更高的利率把这笔钱贷出去，同时为提供的金融服务收取费用。虽然从逻辑上说这些业务活动互不相干，但实际上它们是牵连在一起的。

通常，银行的借入款项会是股东权益的 10—20 倍，大多数存款人受到政府的存款保险，所以对这种存款安排隐含的风险漠不关心。但是，对银行所有者来说，这是一个有利的因素，因为它可以更低的价格获得资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种存款安排隐含的风险漠不关心。但是，对银行所有者来说，这是一个有利的因素，因为它可以更低的价格获得资金。然而，如果出现问题银行却是有风险的，举例如表 18－2：

表 18－2

百万美元	1996 年	1997 年
贷款	100	95
存款	95	95
所有者权益	5	0

只要有 5% 的不良贷款就会使银行资不抵债。银行通常通过核销呆账或提取呆账准备金来规避风险。但是，正如我们将要看到的，即使是管理最好的公司也可能因为微小的资产变动引发灾难。

在此之前伯克夏·哈萨维公司曾经小幅投资于银行业(甚至曾经拥有过一家小银行，直到应监管者的要求才将银行分拆出去)，但是很少追加投资，除非该银行是其行业最好的。

检验你的理解力的问题

你知道顾客为什么购买该银行的产品吗?

宏观经济运行需要银行，但同时银行也带来很多问题。在美国，银行家的声誉一直不太好。人们总是指责他们在衰退时过于收缩银根，而在繁荣时期又倾向于是放松银根。大公司和政府在规模和信用度上远远超过了银行，但银行仍然是个人和大多数公司最主要的资金中介。

在未来 10 年里银行业会有哪些变化?

压力来自于各个方面。即使是中等规模的企业也可以通过商业票据或私募债券进入到资本市场，而那些偏好熟悉和便利的银行贷款的客户往往可以获得优惠的贷款利率。存款方面的竞争更是激烈，在过去短短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 10 年间,货币市场基金(MMF)从零到掌握 5000 亿美元左右的储蓄资金。货币市场基金的营业成本较低,而且没有存款保险的监管要求。最后,银行业仍然和零售业一样竞争激烈,但正面临着引入新型销售模式的挑战——就像邮购、折扣店和购物中心改变了所有零售商的地位一样。

你对管理层满意吗?

如果你想投资于银行业,你期待与之合作的管理层必须富有才能、诚实和坚持发展重点业务。理查德和海仁都符合这些特征。一个富于竞争力的公司还必须以低成本运作。富国银行习惯于削减成本,1989 年,它的成本收益率为 61%,资产收益率为 1.26%,这些指标在全世界都是首屈一指的。

有替代品吗?

零售客户和小公司很少改变他们的主办银行关系。然而,加州的居民或公司通常有很多银行供他们选择,还有前面提到的共同基金和资本市场。

财务分析

表 18-3　　1988 年和 1989 年的资产负债表

10 亿美元			
现金	2.9	借款和存款	43.2
证券	1.7	其他	0.8
贷款	41.0	次级债券	1.8
其他	3.1	优先股	0.4
		股本	2.5

富国银行的资产负债表看起来不错(见表 18-3)。衡量银行能力的最简便方法就是考察它的资本充足度,即资本与风险加权资产的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国联邦储备银行的指导性原则是股东权益必须达到风险加权资产的4%，股东权益和其他长期负债(包括表内的次级债券和优先股)达到风险加权资产的8%。富国银行的相应指标分别是5%和10%，高于最低要求。然而，我们也看到，资本的5%和10%相对于贷款的损失来说仍不能提供足够的保护。如果贷款资产损失6%，那么250亿的股本会全部耗尽。富国银行在加州的经济衰退期中到底有多脆弱呢？他的贷款分类如表18-4：

表 18-4　　富国银行贷款分类表

10亿美元	1989年	1988年
商业贷款	14.5	13.1
房地产建筑贷款	4.1	4.4
第一抵押住房贷款	7.6	5.1
其他住房抵押贷款	6.0	5.5
房地产贷款小计	13.6	10.6
信用卡	2.5	2.1
其他循环贷款额度	0.6	0.6
每月偿付	1.3	1.4
次级住房贷款	3.9	3.4
消费贷款小计	8.4	7.5
融资租赁	1.1	1.4
外国贷款	0.1	0.6
合计	41.7	37.7

在其417亿美元贷款中有136亿美元(即33%)是房地产贷款，这并不令人担心，因为大多数银行远高于这一比例，有些银行甚至只向这一个行业贷款。但是，我们还必须加上“次级住房贷款”，即以房屋为第二还款来源的个人贷款，以及商业贷款中对房地产开发商的17亿贷款，这使得房地产类贷款的比例达到46%。当然，更为重要的可能是房地产建筑贷款在房地产贷款中所占的比例(30%)。虽然1988—1989年间，贷款绝对数额有所下降，但这实际上主要是由于会计上的操作。建筑贷款具有较高的投机性，在宏观经济不利时通常最快受到影响，影响的程度也最大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18－5　　1988 年和 1989 年的损益表

百万美元	1989 年	1988 年
利息收入	4870	4178
利息支出	(2712)	(2205)
净利息收入	2159	1972
贷款损失准备	(362)	(300)
非利息收入	779	682
非利息支出	(1575)	(1519)
税前利润	1001	835
税款	(400)	(323)
税后利润(扣除优先股利)	574	487

这些数据再次证明了净利息收入的重要性，即使是对一家中间业务收入和投资收益丰厚的银行也是如此。虽然我们可以将净收益除以资产得到资产收益率，但这些数据并不能反映核心指标的可能变动值。在正常时期，银行的损益表会象上表所示，但是，在经济处于衰退期或繁荣期时，贷款损失准备金问题会变得非常重要，这是银行对其贷款损失的估计，实际发生的贷款损失或损失的核销则是另一个问题。人们通常认为，准备金对周期性因素的估计过于平缓。实际上，大多数银行不是太悲观，就是过于乐观，所以准备金的波动相当大，在1988—1989 年期间，一般认为占贷款余额 0.8%—0.9%的贷款损失准备金已经足够了，但是在 1987 年这一比例达到 2.4%。即使是这样，银行也不一定能够弥补全部的损失。差异主要源于贷款分类表中的最后一类贷款，即向欠发达国家贷款形成的不良贷款，这一影响已逐渐消失了(因为外国贷款基本上已经没有余额)。然而，问题可能在别的方面产生。有些人会关注对杠杆收购交易的债权，其余额达到 42 亿。但是，目前关注的重点仍然是房地产类贷款。

虽然我们可以将净收益除以资产得到资产收益率，但这些数据并不能反映核心指标的可能变动值。在正常时期，银行的损益表会象上表所示，但是，在经济处于衰退期或繁荣期时，贷款损失准备金问题会变得非常重要，这是银行对其贷款损失的估计，实际发生的贷款损失或损失的核销则是另一个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本来源

银行可以以客户存款的方式获得便宜的资金来源。富国银行拥有69亿资本,对此不需支付任何利息,另一方面,这部分资金的运用收益约为贷款利率的95%—100%。1989年,平均资金成本为5.7%,贷款的平均利率为11.4%,只有当银行贷款始终能够赚钱时,这才有意义,因为贷款损失会降低资产收益率和股本收益率,也会破坏客房的信心,导致存款流失。

股本收益率(ROE)

对一家银行来说,1.26%的资产收益率相当高,而在其他行业,这几乎会导致企业倒闭。正如以前的讨论,我们更关注股本收益率。较低的资产收益率会因为财务杠杆较高而提高股本收益率。1989年,富国银行的负债是资本的18倍。它的股本收益率计算如下:

$$\text{股本收益率} = \frac{5.74\text{ 亿美元(1989 年扣除优先股利后的净利润)}}{23.15\text{ 亿美元(1988—1989 年普通股东权益的平均余额)}} = 25\%$$

IP更高一些:

$$IP = \frac{5.74\text{ 亿美元(1989 年净利润)} - 4.87\text{ 亿美元(1988 年净利润)}}{24.56\text{ 亿美元(1989 年股东权益)} - 21.74\text{(1988 年股东权益)}} = 31\%$$

富国银行到底值多少钱?

根据以上的计算结果,如果用IP,富国银行的内在价值是

$$\frac{5.74\text{ 亿美元}}{(10\%)^2} \times 31\% = 178\text{ 亿美元}$$

如果用股本收益率,则

$$\frac{5.74\text{ 亿美元}}{(10\%)^2} \times 25\% = 144\text{ 亿美元}$$

大多数银行都达不到这么高的股本收益率。和公司一样,银行业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均再投资收益率为10%—12%，这样，内在价值大约为净收益的10倍左右。然而，由于有财务杠杆，银行投资者通常会面临巨大的风险。

巴菲特在其首次购买富国银行股票时写道，富国银行面临三大风险。加州有可能发生强烈的地震，这会严重损害加州的经济和银行的经营；即将来临的经济衰退可能引发大范围的金融恐慌，导致存款的大量流失，这无论对好银行还是坏银行来说都是灾难性的。但是，他相信这两者的可能都不大。最后，他认为富国银行的房地产类贷款在该区处于主导地位，当土地需求和价格下降时会受到影响，他很冷静地分析了这一风险。1987年，该行的税前利润为10亿美元，提取贷款损失准备金前的利润为14亿美元，如果其10%的贷款发生坏账（即42亿美元）会怎样呢？只有当这些贷款的本金损失达到30%（13亿）才会使银行损失。这种可能性有多大呢？42亿美元相当于房地产类贷款的31%，除非该银行在放款时完全不审查，或者加州的经济每况逾下，否则这几乎是不可能的。同样的，担保贷款资产组合的损失达到30%的可能性也几乎为零，除非这些贷款完全是出于投机行为。富国银行一直是积极的房地产贷款人，但从来没有表现出过于激进或不计后果，或者是任何的投机性。巴菲特认为，虽然因为核销对欠发达国家的不良贷款造成当年全行损益持平，但在大多数年度里银行仍然获得了良好的股本收益率。

巴菲特在其首次购买富国银行股票时写道，富国银行面临三大风险。加州有可能发生强烈的地震，这会严重损害加州的经济和银行的经营；即将来临的经济衰退可能引发大范围的金融恐慌，导致存款的大量流失，这无论对好银行还是坏银行来说都是灾难性的。但是，他相信这两者的可能都不大。

巴菲特做了什么

对银行股东来说，1990年是灾难性的一年，当然也是收购银行的黄金年代。富国银行的季度报表仍然表现良好，但其他银行却开始亏损，所有的银行股都受到牵连。令人惊奇的是，在此之前富国银行的股票已经是低估了。1989年的净利润是5.74亿美元，每股净收益相当于11美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元,从1989年各季度报表数据很容易计算出这一结果。然而,股价一直在59美元到87美元间徘徊,市盈率仅有5.4到7.9倍。伯克夏公司1989年和1990年购入的平均价格为58美元,大多数股票是在1990年市场悲观情绪蔓延时购入的。根据前面的假定,房地产类贷款损失准备金余额很大,银行很难出现资不抵债的状况,而且贷款损失准备金余额最终会接近平均值,所以,很容易预测1990年的经营成果。与1989年相比,1990年银行拥有更多的资产,账面价值也有所增加,每季的收益现金流也增加了。全年的每股收益预计为13.4美元,按以前购入股价为58美元计算,市盈率仅为4.3倍。按该价格计算,股票的市场价值为30亿美元。用1989年利润和股本收益率或IP中较低者计算如下:

$$安全度 = \frac{144亿美元 - 30亿美元}{144亿美元} = 79\%$$

总而言之,可以预测的是,投资这家银行损失的机率很低。当经济复苏时,如果这家银行生存下来,他至少可以获得平均收益,假设内在价值是净收益(60—70亿美元)的10倍,则安全边际为50%。如果正如事先预料的,它的收益水平超过了同业,则安全边际会达到79%之高——也就是说,每投资1元将会变成5元钱。

总而言之,可以预测的是,投资这家银行损失的机率很低。

后来发生了什么

表18-6 富国银行1990—1993年各年财务状况

单位:10亿美元	1990年	1991年	1992年	1993年
贷款	47	43	36	32
资产	54	52	51	51
净利息收入	2.3	2.5	2.7	2.7
贷款损失准备金	(0.3)	(1.3)	(1.2)	(0.6)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

单位:10亿美元	1990年	1991年	1992年	1993年
其他收入	0.9	0.9	1.1	1.1
其他支出	(1.7)	(2.0)	(2.0)	(2.2)
净利润	0.7	0	0.2	0.6
流通中股份(百万)	53	52	53	56
每股净收益	13.4	0	4.4	9.9
资产收益率(%)	1.4	0	0.5	1.2
股本收益率(%)	26.3	0	7.9	16.7

令人担心的加州经济衰退期还是在80年代末期来临了,很多家庭和企业都受到了影响。经济衰退的影响遍及全部银行贷款,无论是信用卡透支还是二手房贷款。正如预料的,最大的受害者是房地产开发商,他们建筑或正在建筑的房屋根本无法销售出去。富国银行的数据显示,银行过度放贷的高负债企业也异常脆弱,所需的损失准备金费用远高于巴菲特的预测,大约是巴菲特预测值的2倍。1993年底,提取的贷款损失准备金累计达到全部贷款的6.4%,1990年该比率为1.8%。

然而,伯克夏公司在1992年、1993年以前以高于1989年、1990年的价格增加了对银行的投资。巴菲特认为,首先一点也是最重要的一点是,银行绝不会倒闭。虽然,管理层合理地增加了1992年的准备金,但(a)这是银行可以承担的;(b)提取准备金的收益基础有所增加;(c)保有的准备金余额仍然相对较低(the last at this level that would be required)虽然处于水深火热当中,但银行业的基本面正在不断改善。监管的资本要求大大提高了,表中的数据显示全部资产规模小幅缩减,而贷款总额则大幅下降,这是管理层对经营环境变化的快速反应,大幅削减了对房地产开发和大公司的贷款,剩余资金暂时投资于一些优质的证券。幸运的是,利率的不断下降有助于经济复苏和提高债券组合的收益。管理层计划逐渐重新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分配这些资本，因为随着经济的复苏中小企业和消费者的信贷需求逐步回升。非利息收入有所增长，这主要是因为管理层一直致力于以低成本发展客户群（ATMs，零售支行，电子银行等），对个人账户收取高额费用，以及个人证券业务的增长——现在银行委托管理或咨询的投资额已超过了自身的表内资产额。持续的成本控制同样重要，如果我们看看管理费用的个人项目，我们注意到，只有工资随通货膨胀率的增长而增长，其他项目几乎没有增长。

这些都说明，富国银行很可能在衰退过去之后成为一家盈利性更好的机构。最简便的预测方法就是看看贷款损失。除去"核销呆账"外，贷款损失准备金在任何年度都很少超过 0.7%，如果按这一数据与 1993 年的损益表综合分析，净利息收入将达到 8 亿美元（1992 年的净利息收入也在这一水平）。按此计算，该年的股本收益率为 23%，内在价值为 184 亿美元，或者说每股价值为 330 美元。所以，伯克夏公司 1992—1993 年分别以 67 美元和 99 美元购入该公司股票，折价达到 70%—80%。因此，正如所料，即使你对富国银行能否存活心存疑虑，但仍然难以抗拒以如此低廉的价格买入股票以等待足够的时间渡过危机。即使是最保守的方法按 99 美元的价格计算，1993 年的市盈率也仅有 10 倍。

表 18－7　　富国银行 1994—1997 年各年财务状况

10 亿美元	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年
贷款	36	35	64	64
资产	52	49	109	97
净利息收入	2.6	2.7	5.5	4.6
贷款损失准备金	(0.2)	-	(0.1)	(0.6)
其他收入	1.2	1.2	2.2	2.7
其他支出	(2.2)	(2.1)	(4.0)	(3.6)
净利润	0.8	1.0	1.7	2.0
流通中股份(百万)	54	49	83	89
每股净收益	14.8	20.0	20.0	21.9
资产收益率(%)	1.5	2.0	1.8	1.9
股本收益率(%)	22.5	24.9	15.1	14.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如所料，最后一项在1994年至1995年期间大幅上升，主要是由于第一项(贷款)扩张，继续进行成本控制以及较低的贷款损失准备等因素，而且由于实施了一项激进的新股回购计划，每股净收益增长更快，该计划成功地利用了当时低迷的股票价格。

1996年初，富国银行收购了加州的另一家几乎同等规模的银行，第一州际银行，全部股权交易的价值约为110亿美元。富国银行的管理层通过合并重组分支机构，破坏了其在加州银行业的地位，预期每年节约成本8亿美元的目标并没有达到。更让人担心的是，一系列的计算机事故和人为错误导致了大量的“错误存款”。竞争者充分利用了这些错误和该银行对分支机构的配额管理，合并后的银行失去了部分客户，不过，最近有迹象表明，客户流失的现象已基本稳定下来。

除了最近这些问题以外，富国银行的股价从1990—1992年的黑暗年代走出来后一直处于上升期，1997年末，股价为339美元，与伯克夏的平均购入成本68美元可以相比，除去股利外，每年的资本利得是28%。

除了最近这些问题以外，富国银行的股价从1990—1992年的黑暗年代走出来后一直处于上升期。

伯克夏公司在1997年大幅缩减了它的投资额，包括卖出其持有的8%股权，仅这项8%的销售就几乎收回了近40%的投资额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练 习 题

1. 如果1989年存款人对银行失去信心，银行必须追加资本。假设它计划以58美元的股价增募5亿资本，对内在价值有何影响？

2. 如果你是该行的股东，对你有什么损失？

讨论题

3. 对银行而言，存款人缺乏信心为何如何严重？为什么政府的存款保护不能缓解这一风险？

4. 计算你关注的银行的资产收益率和股本收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练习题答案

第十二章：美国运通公司

1. 支票的浮存资金价值是48亿美元，如果这项浮存资金不再存在的话，股东权益必须增加相应的金额，达到111亿美元。

2. 未来期间的净收益不受此影响，仍然是12亿美元，所以股本收益率是：1.2/11.1＝10.8%

3. 12亿美元 $\times \frac{10.8\%}{(10\%)^2} = 130$ 亿美元

4. 1994年市场价值已经是157亿美元，所以没有人会对该公司进行更多的投资。

第十三章：可口可乐公司

1.

单位：十亿美元	净收益	股东权益	平均股本收益率
1985	943	5958	
1986	1149	7030	17.7
1987	1336	6448	19.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 1985—1986 年的 IP 与 1987 年的股本收益率相同。内在价值约为

$$13.36\ \text{亿美元} \times \frac{19.8\%}{(10\%)^2} = 260\ \text{亿美元}$$

3. 如果考虑装瓶业务，很明显（肯定）会降低股本收益率。根据计算出来的 260 亿美元的内在价值，则市盈率约为 19.8。可口可乐公司在 1988 年初市盈率约为 17，所以投资安全边际很小。如果投资安全边际要达到 50%，则目前的股价需下跌 40%。

第十四章：政府雇员保险公司

1. 最直接的答案是：在保险费收入相同的条件下，综合比率越低，则利润越高。

2. 较低的综合比率意味着保险公司可以承保那些对竞争者来说是亏本的业务。这对保险这种周期性的行业来说，是一种非常可贵的能力。当整个保险业的保险费收入降低或者亏损上升时，综合比率较低的公司可以继续承保业务，一方面增加了公司的利润，另一方面也争取到了更多的市场份额。

3. 正如我们在本案例中所学到的，综合比率低于 100 时，浮存资金是免费的。这意味着公司基本上不会消耗资本，这在商业社会中是非常难能可贵的。

第十五章：吉列公司

1. 账务处理不会影响内在价值，因为它不会影响现金流。吉列公司改变这项政策既不会增加也不会减少她的内在价值。实际的影响可能是在增加收益的同时增加股东权益，所以 IP 没有任何变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如果可以节约相当于销售收入 5% 的现金，那么 1988 年的税前利润会增加 1.79 亿美元，相当于税后利润增加 1.07 亿美元，净收益达到 3.76 亿美元。案例中我们假定 IP 是 24%。净收益增加 40%，相当于 IP 达到 34%。

第十六章：迪斯尼公司

1. 400 万美元买入了公司 5% 股份，所以 1966 年公司的价值相当于 8000 万美元。1995 年，流通中股份为 5.25 亿股，每股 58 美元；这相当于 305 亿美元的市场价值。其投资的收益率相当于 22% 的复利。这一回报相当丰厚，但伯克夏公司的投资回报实际上远远超过这一数字。

2. 72 年 22% 的收益率相当于其原始投资的 1651611 倍。将这一数字除 305 亿美元，则初始投资仅为 18467 美元。实践中，股利会对这一结果产生极大的影响。

第十七章：华盛顿邮报公司

1. 长期 IP 是：

1997 年的净收益　　1973 年净收益

$$\frac{3.15\text{ 亿美元} - 0.13\text{ 亿美元}}{11.84\text{ 亿美元} - 0.85\text{ 亿美元}} = 27.5\%$$

1997 年股东权益　　1972 年股东权益

这个结果意义不大，因为 1972 年的数字实在是太小了——这实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是现在股本收益率的一个衡量指标。IP 在时间跨度较小时更有效。

2. 巴菲特将公司出现的这些短期问题看作是丢掉一次股利:股东没有得到股利,但公司价值的其他方面没有改变。因此,在本例中,公司的价值减少了 1 亿美元。

第十八章:富国银行

1. 股本收益率是 25%。主要的假设是富国银行的新股东权益应该获得相同的回报。在这种条件下,5 亿美元的投资会增加 1.25 亿美元的收益,1989 年的全部净收益会达到 6.99 亿美元。按相同的股本收益率计算,公司的内在价值是 175 亿美元。

2. 目前的市场价值是 31 亿美元(5300 万股流通中股份,每股价格是 58 美元)。增发 5 亿美元相当于增发后公司 16.3% 的股份。增发部分的内在价值是 28 亿美元(175 亿美元的 16.3%)。原有股东会失去 23 亿美元的价值,即增发股份的成本与内在价值的差异部分(28 亿美元—5 亿美元)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特经典投资案例

投资者操作手册



学会分析和应用
投资大师的投资技巧

巴菲特投资的成功秘诀是什么，你如何在市场上予以运用？

▲▲▲ 巴菲特投资策略的美妙之处在于它们并不是什么高端技术，而是运用常识、信息和每个人都可以掌握的投资技巧。在《巴菲特经典投资案例》中，理查德·西蒙斯深入分析了这些技巧，并向你展示如何在你的投资组合中予以运用。

▲▲▲ 本书的核心部分是一系列深入剖析的案例，引领你感受贝克夏·哈斯维公司和巴菲特的投资决策过程。这种互动式的案例分析涉及的公司包括可口可乐、吉列、迪斯尼、美国运通、富国银行，案例后还有练习题供你检验自己的理解程度。

▲▲▲《巴菲特经典投资案例》分析和展现了巴菲特对公司及股票进行考察的主要因素，还介绍了非常实用的巴菲特进行重大投资决策的计算方法。

▲▲▲ 通过体验这些成功的喜悦与失败的教训，你会逐渐领悟到投资大师的投资技巧和洞察力，并将其运用于你的投资实践中。

ISBN 7-5005-5692-6

F·5009 定价：20.00元